

信用评级公告

联合〔2021〕5213号

联合资信评估股份有限公司通过对广西交通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，确定维持广西交通投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“15桂交投MTN001”“17桂交01”“17桂交投MTN001”“18桂交02”“19桂交投MTN001”“20桂交投01/20桂交01”“20桂交投02/20桂交02”“21桂交投MTN001”“21桂交投MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十四日

广西交通投资集团有限公司 2021 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
15 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 桂交 01	AAA	稳定	AAA	稳定
17 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 桂交 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 桂交投 01/20 桂交 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 桂交投 02/20 桂交 02	AAA	稳定	AAA	稳定
21 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 桂交投 MTN002	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
15 桂交投 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/12/23
17 桂交 01	15 亿元	15 亿元	2022/04/17
17 桂交投 MTN001	15 亿元	3.4 亿元	2022/12/07
18 桂交 02	15 亿元	15 亿元	2023/06/19
19 桂交投 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/04/26
20 桂交投 01/20 桂交 01	12.5 亿元	12.5 亿元	2025/05/07
20 桂交投 02/20 桂交 02	14 亿元	14 亿元	2025/12/01
21 桂交投 MTN001	15 亿元	15 亿元	2026/03/10
21 桂交投 MTN002	14.8 亿元	14.8 亿元	2026/06/11

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; 部分债券附有公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权, 可能存在提前兑付的情况

跟踪评级时间: 2021 年 6 月 24 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

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(以下简称“广西自治区”)交通基础设施的投资建设和运营管理主体, 行业地位突出。跟踪期内, 公司运营收费公路总里程及日均通行量保持增长, 并持续得到各级政府在资本注入、专项债券资金等方面的有力支持。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司整体债务负担较重, 在建及拟建项目投资规模大, 对外融资压力较大, 其他应收款对资金形成一定占用, 部分款项存在回收风险等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来, 随着广西自治区经济的稳步发展、在建高速公路及铁路项目的陆续完工并投入使用、路网效应不断完善以及公司多元化运营的不断推进, 公司盈利水平有望得以改善, 抗风险能力将进一步增强。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, “15 桂交投 MTN001”“17 桂交 01”“17 桂交投 MTN001”“18 桂交 02”“19 桂交投 MTN001”“20 桂交投 01/20 桂交 01”“20 桂交投 02/20 桂交 02”“21 桂交投 MTN001”“21 桂交投 MTN002”的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 外部经营环境良好。跟踪期内, 广西自治区经济稳步发展, 高速公路和铁路投资需求较大。2020 年, 广西自治区实现地区生产总值 22156.69 亿元, 比上年增长 3.7%; 实现一般公共预算收入 1716.94 亿元。
2. 行业地位突出。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, 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, 子公司广西铁路

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	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

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 登记编号 (R0150220120055)

丁 晓 登记编号 (R0150221030019)

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

投资集团有限公司是广西铁路投资建设
的责任主体，行业地位突出。

3. **持续获得政府支持。**跟踪期内，公司持续获得各级政府在资金注入、专项债券资金等方面的有力支持。
4. **未来收费现金流有保障。**跟踪期内，公司运营收费公路总里程及日均通行量保持增长，所辖高速公路通行收费期限长，未来现金流有保障。

关注

1. **部分款项存在回收风险。**公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用，部分应收类款项由于诉讼、纠纷等情况存在一定回收风险。
2. **债务负担较重，在建及拟建项目投资规模大，面临较大融资压力。**截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.51% 和 62.44%；主要在建高速公路项目尚需投资 1717.81 亿元，拟建高速公路项目计划总投资 862.90 亿元；在建铁路项目尚需出资 1087.06 亿元，拟建铁路项目尚需出资 1412.91 亿元。
3. **路产划转事项值得关注。**广西壮族自治区政府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，联合资信将持续关注路产划转事项的进展及其影响。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	244.86	110.81	167.41	241.82
资产总额(亿元)	3629.93	3870.37	4406.70	4662.52
所有者权益(亿元)	1213.40	1296.22	1577.68	1608.07
短期债务(亿元)	261.19	227.04	380.71	422.65
长期债务(亿元)	1887.62	2084.09	2115.20	2250.98
全部债务(亿元)	2148.81	2311.14	2495.91	2673.63
营业总收入(亿元)	263.15	480.38	472.93	104.45
利润总额(亿元)	12.43	15.91	10.67	4.21
EBITDA(亿元)	61.32	108.41	101.96	--
经营性净现金流(亿元)	49.43	51.92	68.28	12.33
现金收入比(%)	109.83	107.77	115.68	113.07
营业利润率(%)	19.70	17.68	15.99	25.50
净资产收益率(%)	0.57	0.55	0.11	--
资产负债率(%)	66.57	66.51	64.20	65.51
全部债务资本化比率(%)	63.91	64.07	61.27	62.44
流动比率(%)	144.63	129.24	119.03	117.98
速动比率(%)	108.13	95.91	85.44	85.44
经营现金流动负债比(%)	10.32	11.50	10.19	--
现金短期债务比(倍)	0.94	0.49	0.44	0.57
EBITDA 利息倍数(倍)	0.81	1.04	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	35.04	21.32	24.48	--
公司本部				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	2717.80	3063.90	3189.86	3293.30
所有者权益(亿元)	1005.28	1067.25	1233.99	1248.39
全部债务(亿元)	1517.93	1722.58	1676.85	1781.82
营业总收入(亿元)	41.01	46.30	44.12	14.21
利润总额(亿元)	10.72	19.25	14.30	2.00
资产负债率(%)	63.01	65.17	61.32	62.09
全部债务资本化比率(%)	60.16	61.75	57.61	58.80
流动比率(%)	496.17	455.14	379.04	383.25
经营现金流动负债比(%)	15.73	13.48	10.37	--

注: 1. 2021年一季度财务数据未经审计; 2. 公司短期债务中包含其他流动负债中(超)短期融资券, 长期债务中包含长期应付款中有息债务; 3. 尾差系四舍五入所致

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
21 桂交投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/06/03	张勇、丁晓	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
21 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/23	张勇、吕泽峰	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
20 桂交投 02/20 桂交 02	AAA	AAA	稳定	2020/10/26	张勇、李坤	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
17 桂交 01、18 桂交 02	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	徐汇丰、袁琳	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
15 桂交投 MTN001、17 桂交投 MTN001、19 桂交投 MTN001、20 桂交投 01/20 桂交 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/23	张勇、李坤	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
20 桂交投 01/20 桂交 01	AAA	AAA	稳定	2020/04/17	张勇、李坤	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 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/03/29	杨明奇、张勇	收费公路行业企业信用评级方法（2018年） 企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
18 桂交 02	AAA	AAA	稳定	2018/06/05	杨婷、徐汇丰	高速公路行业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
17 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/22	杨明奇、李苏磊	高速公路行业信用评级方法（2017年） 企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
17 桂交 01	AAA	AAA	稳定	2017/03/22	李晶、杨婷	工商企业信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	阅读全文
15 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/10/16	焦洁、杨明奇	收费公路企业信用分析要点（2013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交通投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

广西交通投资集团有限公司2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广西交通投资集团有限公司（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，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2021年3月底，公司注册资本和实收资本均为301.05亿元，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（以下简称“广西自治区政府”）授权履行出资人职责，持有公司全部股权，广西自治区政府为公司实际控制人。

截至2021年3月底，公司本部内设办公室、人力资源部、财务部、投资发展部、工程管理部、公路运营部等职能部门。截至2021年3月底，公司拥有纳入合并报表范围二级子公司共86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。

截至2020年底，公司资产总额4406.70亿元，所有者权益1577.68亿元（含少数股东权益259.17亿元）；2020年，公司实现营业总收入472.93亿元，利润总额10.67亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额4662.52亿元，所有者权益1608.07亿元（含少数股东权益277.56亿元）；2021年1—3月，公司实现营业总收入104.45亿元，利润总额4.21亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区民族大道146号三祺广场48楼；法定代表人：周文。

三、存续债券及募集资金使用情况

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114.70亿元，除“21桂交投MTN002”外募集资金已按规定使用完毕。跟踪期内，除2020年7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“17桂交投MTN001”投资者回售本金11.60亿元。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
15桂交投MTN001	15.00	2015/12/23	7	3.95
17桂交01	15.00	2017/04/17	3+2	3.28
17桂交投MTN001	3.40	2017/12/07	3+2	3.90
18桂交02	15.00	2018/06/19	3+2	5.38
19桂交投MTN001	10.00	2019/04/26	3	4.47
20桂交投01/20桂交01	12.50	2020/05/07	5	3.31
20桂交投02/20桂交02	14.00	2020/12/01	3+2	4.26
21桂交投MTN001	15.00	2021/03/10	3+2	4.27
21桂交投MTN002	14.80	2021/06/11	3+2	3.95
合计	114.70	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超

¹文中GDP增长均为实际增速，下同

越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二**

产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。

具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长

25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计

算的几何平均增长率，下同

济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速(10.10%)有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速(8.60%)也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，

缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协

调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

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健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，

在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是**中国基础设施建设的重要载体。**

(2) 行业监管与政策

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

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建

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

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

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且

各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。

《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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

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

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

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

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

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

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 高速公路行业

高速公路作为重要的交通基础设施，在中国国民经济和社会发展中占据重要地位，近年来中国高速公路通车里程稳定增长，投资规模

维持较高水平，未来仍有一定发展空间。随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，行业发展前景良好。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

(1) 行业概况

高速公路作为重要的交通基础设施，对于促进商品流通、提高城市化水平、带动区域经济发展具有重要作用。依据《中华人民共和国公路法》，公路按其在公路路网中的地位分为国道、省道、县道和乡道，按技术等级分为高速公路、一级公路、二级公路、三级公路和四级公路。从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过15年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过20年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过25年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过30年。

根据交通运输部发布的《2019—2020年交通运输行业发展统计公报》，2019—2020年，中国高速公路通车里程分别达14.96万公里和

16.10 万公里，其中国家高速公路通车里程分别为 10.86 万公里和 11.30 万公里。2020 年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的 3.10%，较上年底提高 0.12 个百分点。中国高速公路通车里程居世界第一。随着国家逐渐取消政府还贷二级公路收费及高速公路通车里程的增加，中国收费公路结构不断优化。分区域看，广东、云南是全国高速公路里程最长的两个省份；近年新增里程主要集中在路网密度较低区域。

公路运输运行状况与 GDP 增速、行业供需等高度相关。近年来，受高铁、航空等其他交通方式分流影响，经营性旅客运输指标呈下

滑趋势；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，2015—2018 年公路货运指标保持较为稳健的增长，2019 年公路货运指标首次出现下降，或与大宗货物“公转铁”“公转水”政策实施相关。受新冠肺炎疫情影响，2020 年，中国公路客运指标较 2019 年明显下降；同期，公路货物运输总量基本持平，货物运输周转量小幅增长。得益于相对完备的路网体系及灵活便捷的承运属性，公路运输在中国交通运输体系中持续占据主导地位，2020 年分别承担国内营业性货物运输总量及旅客运输总量的 73.8% 和 71.3%。

表 4 2015—2020 年中国公路运输主要指标情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年		2020 年	
					绝对值	同比 (%)	绝对值	同比 (%)
营业性旅客运输总量 (亿人次)	161.91	154.28	145.68	136.50	130.10	-4.80	68.94	-47.0
旅客运输周转量 (亿人公里)	10742.66	10228.71	9765.20	9275.50	8857.10	-4.60	4641.01	-47.60
营业性货物运输总量 (亿吨)	315.00	334.13	368.69	395.69	343.50	--	342.64	-0.30
货物运输周转量 (亿吨公里)	57955.72	61080.10	66771.50	71249.20	59636.40	--	60171.85	0.90

注：联合资信根据公开资料整理

运输需求方面，2021 年一季度，随着疫情得到有效控制，国内经济增速企稳回升，中国交通运输货运量增速已基本达疫情前水平，营业性客运量仍处于恢复阶段。其中，公路货物运输量 80.87 亿吨，较 2020 年同期增长 52.9%，货物运输周转量 1447.87 亿吨公里，较 2020 年同期增长 56.9%；公路旅客运输量 13.10 亿人次，较 2020 年同期下降 4.1%，旅客运输周转量 896.84 亿人公里，较 2020 年同期下降 5.0%，受分流以及疫情对旅客跨地区出行限制的多重影响，公路营业性旅客运输指标呈下降趋势。

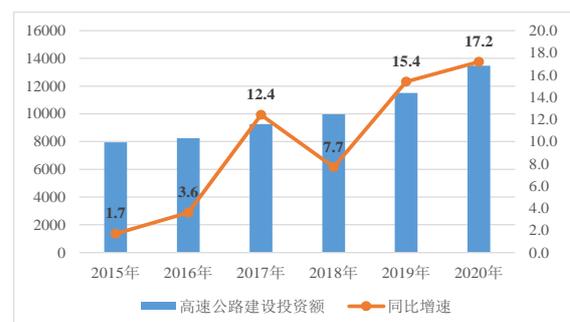
(2) 行业特点

行业周期性较弱，抗风险能力较强。从需求角度看，经济发展离不开完善的交通网络，经济处于上行周期时客货周转量快速增长，交通运输尤其是高速公路行业的景气度随之上行。从投资端来看，交通基础设施是国民经济发展的重要硬件支撑，通常由政府主导，行业

投资成为逆周期经济中政府投资的重要构成。

投资规模大，回收周期长，行业进入壁垒高。高速公路是重资产行业，单公里造价高，其建设所需资金规模大，回报周期长。2020 年，中国高速公路建设完成投资 13479 亿元，增长 17.2%，增速较 2019 年 (15.4%) 提升 1.8 个百分点，投资规模及增速维持高位。

图 1 2015—2020 年中国高速公路建设投资情况 (单位：亿元、%)



注：联合资信根据交通运输行业发展统计公报整理

行业债务负担较重，未来中西部地区债务规模或继续增长。高速公路建设资金来源主要为资本金及银行贷款，近年资本金比率维持在30%左右，银行贷款比重介于64%~66%，其他债务占比为5%左右。这导致高速公路行业负债率较高，债务负担较重。区域分布方面，中国东部地区的高速公路建设较早，单公里造价低，且早期举借的债务已陆续偿还，债务规模相对较小，增速也较为缓慢。近年来新增的高速公路主要集中在中西部地区，新增债务规模较大，进一步加重了其债务负担。

收支缺口巨大，收入可覆盖利息支出。2019年，中国高速公路通行费总收入同比增长7.40%，同期，支出总额（存量项目还本付息支出、养护支出等）同比增长13.29%，通行费收支缺口扩大至4673.94亿元，较上年增加816.63亿元。其中，支出总额以对存续债务的还本付息支出为主，2019年占78.12%。由于存续债务规模大，高速公路行业年度通行费收入无法覆盖当年还本付息支出，对利息支出的保障程度较好。

表5 2015—2019年中国高速公路通行费收入及支出情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	
					绝对值	同比(%)
通行费收入(亿元)	4097.75	4548.46	5130.20	5168.38	5551.00	7.40%
支出总额(亿元)	7285.06	8691.73	9156.69	9025.69	10224.94	13.29%
其中: 偿还债务利息支出(亿元)	2251.95	2313.34	2495.72	2499.24	2675.93	7.07%
偿还债务本金支出(亿元)	3497.94	4750.47	4952.79	4766.20	5311.80	11.45%
收支缺口(亿元)	3187.31	4143.27	4026.49	3857.31	4673.94	21.17%
通行费收入/偿还债务利息(倍)	1.82	1.97	2.06	2.07	2.07	--
通行费收入/偿还债务本金(倍)	1.17	0.96	1.04	0.71	0.69	--

注：联合资信根据全国收费公路统计汇总表整理

(3) 行业政策

高速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。

2017年7月，财政部、交通运输部联合发布《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，开始在政府收费公路领域试点发行以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入等为偿债资金来源的收费公路专项债券。原来的政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整为政府发行专项债券方式筹措建设资金。2019年，中国收费公路专项债发行规模同比增长103.51%至1525.51亿元，收费公路专项债成为中国路网建设的重要资金来源。

2018年9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）的通知》国办发〔2018〕91号，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，

大力推进大宗货物运输“公转铁”“公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量。该政策的意义在于加快公路运输行业转型升级，在公路大宗货物运量缩减的同时，及时有效地扩大短途运输、小批量运输市场份额，充分发挥公路运输方式机动灵活的优势。

2018年12月，交通运输部发布《公路法修正案（草案）》《收费公路管理条例（修订草案）》。按照预算法及相关改革要求，地方政府要为政府收费公路发展举借债务、发行收费公路专项债券，并以车辆通行费收入偿还；明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道，严格控制收费公路规模；明确车辆通行费收入无法满足债务利息和养护管理支出需求的省份不得新建收费公路，防止盲目投资建设；建立养护管理收费制度，一省范围内所有政府收费高速公路债务偿清的，按照满足基本养护、管理支出需求和

保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费，保障养护管理资金需要。

2020年初，受新冠肺炎疫情影响，春节期间全国收费公路免收车辆通行费期间由7天延长至16天。2月15日，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。4月28日，交通运输部发布关于恢复收费公路收费的公告，自2020年5月6日零时起，经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）。突发的新冠肺炎疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

2020年1月起，全国取消省界收费站，原有以省为界的高速公路运营模式变为全国高速公路全网统一运行；同时开始施行《收费公路车辆通行费车型分类》，新标准主要作了三个方面的调整：①增加了专项作业车大类；②将8座、9座小型客车由原2类客车降为1类客车；③载货汽车按照总轴数、车长和总质量进行分类。上述政策的施行是深化收费公路制度改革的重要实践，有利于提升收费公路通行效率及实载率。同时，根据交通运输部初步测算，按照新的货车车轴型收费标准，在同等交通量条件下，年度货车通行费预计下降11.6%，即货车整体收费标准有所降低。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“通知”），通知中提出优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施。高速公路是典型的资本密集型行业，发行公募REITs有利于企业盘活存量资产、降低资产负债率。

2020年8月6日，交通运输部印发《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》（以下简称“意见”），提出围绕加快建设交通强国总体目标，推动交通运输领域新型基础设施建设，打造融合高效的智慧交通基础设施。公路方面，推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行

管理等全要素、全周期数字化水平。

2020年，多省份积极推动高速公路企业债务化解工作，由国开行牵头的银团与多家省级高速公路企业达成融资再安排协议，通过原债务置换、展期或重组等方式，降低企业融资成本，拉长到期时间，平滑债务期限，有效缓解了相关企业受疫情影响通行费收入下降带来的流动性紧张。长期而言，为高速公路行业现金流培育与存量债务还本付息的匹配调节提供了更多空间。

总体看，推出收费公路专项债券、修订收费公路管理条例、取消省界收费站、推出公募REITs等政策以及债务化解方案的实施对缓解公路建设企业投资压力、提高收费公路运营效率等有积极意义。

（4）未来发展

短期来看，中国国内疫情得以有效控制，宏观经济修复性增长，公路货物运输指标保持高位增长；境外疫情扩散蔓延，居民境内短途出行意愿增加，均对公路运输需求形成有力支撑，2021年高速公路企业通行费收入有望逐步恢复。

长期来看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，中西部地区起步晚且地域面积广，高速公路需求尚未得到充分满足，未来中国高速公路建设仍将以中西部地区为重心。随着其加强对高速公路的投资建设，高速公路通车里程将稳定增长。

根据《国家公路网规划（2013—2030年）》，到2030年中国将建成总规模约11.8万公里的国家高速公路网，由7条首都放射线、11条南北纵线、18条东西横线及地区环线、并行线、联络线等组成，另规划远期展望线1.8万公里，位于西部地广人稀地区。2021年3月，中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“十四五规划”）提出：加快建设交通强国，建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，提高网络效应

和运营效率。高速公路建设工程方面，实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造，加快建设国家高速公路主线并行线、联络线，推进京雄等雄安新区高速公路建设，规划布局建设充电设施，新建高速公路里程 2.5 万公里。

随着经济发展对高速公路运输需求的进一步加大，居民出行需求的提高，中国高速公路行业仍将保持平稳发展。联合资信认为高速公路行业整体风险低，展望为稳定。

3. 铁路行业

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

(1) 行业概况

铁路是国家重要的基础设施和民生工程，对于加快国家工业化和城镇化进程、带动相关产业发展、拉动投资合理增长、优化交通运输结构、降低社会物流成本具有不可替代的重要作用。中国国民经济的持续健康发展是铁路运输需求不断增长的推动力，长距离、大运量的大宗货物运输以及大量的中长途旅客运输在相当长时期内仍将主要依靠铁路。铁路发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视，属于国家重点扶持和发展的产业。

截至 2020 年底，中国铁路营业里程 14.63 万公里，其中高铁 3.80 万公里；复线率 59.5%；电化率 72.8%。从投资和运营主体看，中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路，均受国家铁路局监管。其中，国家铁路在行业中占据主导地位，目前其建设及运营模式为：国家铁路独资投资建设铁路项目，或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国家铁路控股的合资公司，

作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资，项目投产后由国家铁路负责铁路资产后续的运营管理。

(2) 铁路建设资金来源

目前中国铁路建设资金的主要来源包括：中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和中国铁路自有资金等。其中，铁路建设基金是中国铁路直接债务融资本息偿付的重要保证。根据 1996 年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》（财工字〔1996〕371 号）的规定，铁路建设基金也可以用于“与建设有关的还本付息”。目前，铁路建设基金作为政府性基金，纳入基金预算，实行收支两条线的管理方式。此外，发行铁路建设债券作为中国铁路融资的重要途径之一，铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保，因此铁路建设基金也是中国铁路融资担保的重要手段。近年来国家铁路先后与全国 31 个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议，地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。随着 2019 年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台，中央与地方的关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确，即中央（含中央企业）与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项，中央（含中央企业）与地方共同承担支出责任，干线铁路的运营由中央企业负责。随着地方政府参与职责的明确以及参与度增强，中国铁路的投资压力或在一定程度上得以缓解。

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

(3) 铁路投资及铁路运输

铁路投资方面, 2016—2019年, 中国铁路行业固定资产投资总体呈相对稳定态势, 均维持在 8000 亿元以上规模。2020 年, 受新冠疫情影响, 大量铁路建设工程项目暂停, 铁路固定资产投资累计完成 7819 亿元, 较上年(8029

亿元)有所下降。目前, 中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大, 京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高, 西部及内陆沿边地区的铁路密度较低, 未来路网建设仍有较大空间。

表 6 中国铁路固定资产投资情况 (亿元、公里、个)

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

资料来源: 联合资信根据中国铁道统计公报整理

铁路运输方面, 2016—2019年, 中国铁路旅客运量及周转量较快增长; 受益于高速铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升, 铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2020 年初, 因新冠病毒肺炎疫情爆发, 中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控, 全国旅客流动量显著下降。2020 年, 全国铁路旅客发送量 22.03 亿人, 同比下降

39.80%; 铁路旅客周转量 8266.19 亿人公里, 同比下降 43.80%。货运量方面, 近年来, 随着铁路产能快速扩张, 铁路货运量、周转量均呈增长趋势。2020 年, 中国铁路货运总发送量 45.52 亿吨, 同比增长 3.20%; 铁路货运总周转量 30514.46 亿吨公里, 同比增长 1.00%, 受疫情影响, 增速较上年有所降低。

表 7 全国铁路运输情况 (单位: 亿人、亿人公里、亿吨、亿吨公里)

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

资料来源: 联合资信根据中国铁道统计公报整理

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

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

(4) 行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施,

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

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在2015年12月和2017年10月就

铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。2020年8月，中共中央国务院发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，明确了铁路建设未来30年的“两步走”战略目标，到2035年，率先建成服务安全优质、保障坚强有力、实力国际领先的现代化铁路强国；到2050年，全面建成更高水平的现代化铁路强国，全面服务和保障社会主义现代化强国建设，纲要分别从铁路网的建设、铁路运输安全以及铁路自主创新等9个方面对未来铁路建设的重点进行了明确。

表8 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围；完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，简化运价结构；构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
2015年12月23日	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》发改价格〔2015〕3070号	改革完善高铁动车组旅客票价政策，同步加强价格行为监管，具体包括：对在中央管理企业全资及控股铁路上开行的设计时速200公里以上的高铁动车组列车一、二等座旅客票价，由铁路运输企业依据价格法律法规自主制定；商务座、特等座、动卧等票价，以及社会资本投资控股新建铁路客运专线旅客票价继续实行市场调节，由铁路运输企业根据市场供求和竞争状况等因素自主制定
2017年12月14日	《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》发改价格〔2017〕2163号	扩大铁路货运价格市场调节范围，简化运价结构、完善运价体系，具体包括：1、铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿性建筑材料、金属制品、工业机械等12个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量

2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通
2020年8月13日	《新时代交通强国铁路先行规划纲要》	到2035年，全国铁路网达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右；全国1、2、3小时高铁出行圈和全国1、2、3天快货物流圈全面形成；智能高铁率先建成，智慧铁路加快实现等。

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

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

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

4. 区域经济环境

跟踪期内，广西壮族自治区经济稳步发展，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

根据《2020年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2020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22156.69亿元，按可比价计算，比上年增长3.7%。2020年，第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.0%、32.1%和51.9%，对经济增长的贡献率分别为21.9%、19.9%和58.2%。

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

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

2020年，广西壮族自治区一般公共预算收入

1716.94 亿元，同比下降 5.2%，其中税收收入 1113.22 亿元，下降 2.9%，占一般公共预算收入的比重为 64.84%。全区一般公共预算支出 6155.42 亿元，比上年增长 5.2%；政府性基金预算收入 1938.97 亿元。

2021 年一季度，广西自治区实现地区生产总值 5525.08 亿元，按可比价格计算，同比增长 16.1%，比 2019 年一季度增长 12.3%，两年平均增长 6.0%；实现一般公共预算收入 508.59 亿元，增长 13.8%，其中税收收入 297.48 亿元，增长 21.0%。

（2）广西自治区高速公路建设

截至 2020 年底，广西自治区公路总里程 13.16 万公里，比上年末新增 0.38 万公里；其中，高速公路里程 6803 公里，比上年末新增 777 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 6600 公里，改扩建里程 1400 公里，合计新增建设规模 8000 公里。高速公路总里程达到 15200 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 3200 亿元；本次规划新增高速公路项目所需建设资金约 8400 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）广西自治区铁路建设

2018 年，广西壮族自治区人民政府办公厅印发《广西支持铁路建设促进土地综合开发的若干措施》，提出加强规划引导与管控、合理确

定开发边界和规模、加大用地计划指标保障力度、完善土地供应模式、提高土地利用效率、加强服务保障和监管等措施，对促进铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发、支持铁路企业可持续发展、加快推进广西壮族自治区铁路建设等方面具有积极作用。

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

根据《广西壮族自治区国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，十四五期间，广西自治区将加快构建连接周边中心城市的高标准出省高铁客运通道，着力打造北部湾城市群城际铁路网，实现高铁动车运营总里程达 3000 公里。建设西部陆海新通道，完善西南、中南地区连接北部湾出海口的通道，加快建设贵阳至南宁高速铁路，力争新开工南宁经桂林至衡阳高速铁路、黄桶至百色铁路、贵阳经南宁至北海高速公路等一批重大项目，推进南防铁路钦州至防城港段增建二线等一批干线铁路扩能改造，建设全面对接粤港澳大湾区主通道，重点推进南宁经玉林经岑溪至深圳高速铁路、柳州经梧州至广州铁路

截至 2020 年底，广西自治区铁路营业总里程 5206 公里，比上年末增加 4 公里；其中，高速铁路营业里程 1792 公里，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

公司是广西自治区重要的交通基础设施投资建设和运营管理主体，并开展多元化经营业务，综合竞争实力很强。跟踪期内，公司持续得到各级政府在资金注入、专项债券资金支持等方面的有力支持。

公司是广西壮族自治区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，公司是广西壮族自治区内主要的高速公路投资建设和运营管理平台。截至2021年3月底，公司运营收费公路总里程4471.31公里，约占广西高速公路收费总里程的65.63%（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，线路区位优势明显，在广西高速公路网中具有重要地位。铁路方面，公司子公司广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投”）是广西铁路投资建设的责任主体，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，行业地位突出。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。

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、地方政府专项债等。2020年以及2021年1—3月，公司收到的各项资金合计分别为210.97亿元和20.26亿元，主要计入资本公积或少数股东权益。

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2021年5月27日，公司本部无不良信贷信息记录，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2021年5月13日，子公司广西铁投本部无不良信贷信息记录，过往企业信用记录良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理体制等方面未发生重大变更。

八、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。2020年，受疫情影响公司主营业务收入及毛利率同比均小幅下降。高速公路业务对公司利润贡献突出，成品油销售和商贸物流收入规模较大但利润水平较低。

2020年，公司主营业务收入同比下降2.37%。其中通行费收入同比下降11.55%，主要系受新冠肺炎疫情影响高速公路免收车辆通行费所致；成品油销售收入同比下降25.28%，主要受疫情影响油品需求及价格下降所致；商贸物流业务收入同比增长19.00%，主要系金属锰矿产采选冶炼及销售收入由其他业务收入调整至商贸物流收入，以及铁路建设相关的贸易收入增长所致；其他收入同比下降48.20%，主要包括房地产销售收入、金融业务的利息净收入等。

从毛利率看，2020年，公司主营业务毛利率同比下降2.05个百分点。其中通行费业务毛利率受疫情影响同比下降4.07个百分点；成品油销售业务毛利率同比上升2.11个百分点；商贸物流业务毛利率同比上升2.75个百分点，主要系新纳入核算的金属锰矿产采选冶炼及销售收入毛利率相对较高所致。

2021年1—3月，公司实现主营业务收入100.54亿元，相当于2020年全年的21.94%；其中，通行费收入占比有所上升，商贸物流收入占比有所下降。2021年1—3月，公司高速公路业务毛利率为68.98%，较2020年上升20.73个百分点，主要系2020年受疫情期间免收通行费政策影响通行费收入大幅下降导致毛利率基数较低所致；受此影响，公司主营业务综合毛利率较2020年上升10.00个百分点。

表9 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	70.22	27.23	55.35	86.90	18.51	52.52	76.86	16.77	48.45	27.56	27.41	68.98
成品油销售	44.71	17.34	9.28	52.18	11.11	10.37	38.99	8.51	12.48	10.18	10.13	18.15
商贸物流	131.14	50.85	2.41	254.99	54.31	2.01	303.44	66.20	4.76	53.81	53.52	5.01
其他收入	11.84	4.59	38.95	75.41	16.06	31.01	39.06	8.52	30.05	8.99	8.94	16.54
合计	257.92	100.00	19.69	469.48	100.00	16.95	458.34	100.00	14.90	100.54	100.00	24.90

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）收费公路建设、经营与管理

2020年，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和日均通行量等方面均保持增长，但受新冠肺炎疫情影响，公司通行费收入有所下滑，自治区政府已给予一定补贴。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；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，公司资本支出压力大。

收费公路运营情况

截至2021年3月底，公司运营收费公路总里程4471.31公里（含试运营路段），约占广西高速公路收费总里程的65.63%。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10 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			
				2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
灵川至临桂	泉南高速 G72	收费还贷	23.28	0.89	0.94	0.88	0.28
南宁至坛洛	南宁绕城高速 G7201	收费还贷	59.01	3.61	3.24	2.89	0.86
柳州至小平阳	泉南高速 G72	收费还贷	--	4.98	0.05	--	--
宾阳至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	--	5.22	0.04	--	--
宜州至柳州	汕昆高速 G78	收费还贷	109.60	3.08	3.07	2.52	0.81
都安至南宁	兰海高速 G75	收费还贷	125.81	4.59	4.57	3.82	1.22
黄沙河至全州	泉南高速 G72	收费还贷	23.00	0.63	0.71	0.62	0.19
百色至罗村口	广昆高速 G80	收费还贷	55.53	0.82	0.86	0.54	0.19
南宁至友谊关	南友高速 G72	收费还贷	194.06	4.68	4.82	3.63	1.11
平乐至钟山	汕昆高速 G78	收费还贷	95.87	2.76	2.96	2.92	1.10
雒容至洛满	汕昆高速 G78	经营性	49.00	0.99	0.86	0.55	0.15
金城江至宜州	一级公路	经营性	--	0.29	0.07	--	--
隆林至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	176.87	4.43	4.25	4.47	1.52
宜州至河池	汕昆高速 G78	收费还贷	72.00	1.27	1.53	1.47	0.54
小平阳至宾阳	泉南高速 G72	经营性	--	0.99	0.24	--	--
百色至靖西	银百高速 G69	收费还贷	97.10	0.94	1.15	0.94	0.31
六景至钦州	六钦高速 S43	收费还贷	139.13	1.29	1.69	1.40	0.45
桂林至柳州	泉南高速 G72	经营性	95.93	6.29	5.44	3.76	0.98

柳州至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	252.58	0.19	15.24	14.99	4.49
筋竹至岑溪	广昆高速 G80	收费还贷	39.57	2.18	2.32	1.56	0.49
坛洛至百色	广昆高速 G80	经营性	188.00	7.97	8.57	7.61	2.76
钟山至马江	包茂高速 G65	经营性	61.05	1.11	1.18	1.05	0.30
六寨至河池	兰海高速 G75	收费还贷	108.07	2.52	2.51	2.16	0.73
钦州至崇左	合那高速 S60	收费还贷	129.56	2.50	2.92	2.43	1.17
玉林至铁山港	资铁高速 S21	收费还贷	174.46	2.88	2.82	2.54	1.06
河池至都安	兰海高速 G75	收费还贷	92.32	1.79	1.74	1.40	0.48
南宁外环	南宁东外环绕城高速 S5101	收费还贷	81.54	3.10	2.96	2.01	0.75
靖西至那坡	靖那高速 S60	收费还贷	90.42	0.86	0.97	0.85	0.42
桂平至来宾	桂来高速 S52	收费还贷	87.54	1.63	1.58	1.25	0.51
来宾至马山	来马高速 S52	收费还贷	114.69	2.02	1.65	1.20	0.56
马山至平果	马平高速 S52	收费还贷	82.47	1.14	0.99	0.74	0.35
柳州至武宣	柳武高速 S31	收费还贷	88.45	2.78	2.92	2.03	0.64
灌阳至全州(凤凰)	厦蓉高速 G76	收费还贷	47.97	0.35	0.33	0.25	0.12
崇左至靖西	合那高速 S60	收费还贷	147.64	2.39	2.89	2.42	0.79
三江至柳州	厦蓉高速 G76	收费还贷	168.73	2.58	2.52	1.55	0.58
岑溪至水文	包茂高速 G65	收费还贷	30.72	0.51	0.53	0.48	0.16
梧州至柳州	包茂高速 G65	收费还贷	212.55	2.39	3.08	2.16	1.25
梧州环城	苍龙高速 S42、S4001	收费还贷	56.67	0.01	0.69	0.79	0.30
河池至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	179.18	0.14	1.56	1.07	0.43
靖西至龙邦	银百高速 G69	收费还贷	28.30	0.00	0.11	0.06	0.02
阳朔至鹿寨	汕昆高速 G78	经营性	86.96	--	0.31	0.67	0.30
崇左至水口	合那高速 S60	收费还贷	88.27	--	--	0.26	0.13
乐业至百色	银百高速 G69	收费还贷	153.92	--	--	1.01	0.58
麦岭至贺州	钟富高速 S13	经营性	85.04	--	--	0.52	0.24
松旺至铁山港东岸	松铁高速 S5923	收费还贷	21.44	--	--	--	0.01
荔浦至玉林	呼北高速 G59	收费还贷	262.21	--	--	0.00	0.99
合计			4471.31	88.78	96.90	83.48	30.31

注：1.金城江至宜州于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；2.隆林至百色、宜州至河池、百色至靖西、六景至钦州港、灌阳至凤凰、岑溪至水文和三江至柳州路段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；3.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；4.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条路段自2018年10月开始停止收费，但实际交割时间为2019年3月，期间的通行费收入还是按原路段进行财务核算；5.尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2018—2020年，公司经营管理的收费公路日均车流量波动增长，年均复合增长5.01%；2020年通行费收入同比下降13.85%，主要系受新冠肺炎疫情影响高速公路免收车辆通行费所致。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，广西壮族自治区财政厅拨付公司2020年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。2018—2020年，公司单公里通行费收入波动下降，分别为239.03万元、248.45万元和198.17万元。2021年1—3月，公司经营管理的收费公路日均通行量和通行费收入同比明显上升。

表 11 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
收费总里程	3846.38	3953.88	4471.31	4471.31
日均通行量	335918	319074	370453	413922
通行费收入	88.78	96.90	83.48	30.31

注: 1. 公司经营管理的路段包含划转至还贷中心路段, 该部分路段公司通过租赁的方式进行经营; 2. 上表路段统计口径包含正式运营和试运营路段; 3. 因为日均通行量统计方法为断面车流量加总, 2018 年 12 月柳州至南宁改扩建通车, 原柳州至小平阳、宾阳至南宁、小平阳至宾阳三条路段停止收费, 在统计车流量时, 2019 年之前为 4 条路段日均加总, 2019 年仅反映柳州至南宁一段, 故 2019 年日均通行量有所下降

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 2021 年 3 月底正式运营的收费里程 3594.35 公里。2018—2020 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保持增长, 年均复合增长 9.30%; 2020 年受疫情影响通行费收入有所下降。

表 12 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
收费总里程	2601.48	3148.03	3594.35	3594.35
日均通行量	283176	285459	338269	382058
通行费收入	70.22	86.90	76.86	27.56

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, 2018—2020 年, 公司试运营路段收费里程年均复合下降 16.07%。受此影响, 2018—2020 年, 公司试运营路段日均通行量年均复合下降 21.88%; 2020 年受疫情影响通行费收入有所下降。从单公里通行费收入角度考虑, 2020 年试运营路段单公

里通行费收入为 78.67 万元/公里, 较正式运营路段的 227.99 万元/公里有较大差距。

表 13 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
收费总里程	1244.90	805.85	876.95	876.95
日均通行量	52742	33615	32183	31864
通行费收入	18.56	10.00	6.62	2.75

资料来源: 公司提供

总体看, 近年来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、日均通行量等几个方面均保持增长, 但经济增速放缓以及二级公路或高铁分流等因素依旧存在, 叠加新冠病毒肺炎疫情期间免费通行政策, 对公司路产运营产生一定压力。同时, 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。2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月, 公司公路管养支出分别为 14.50 亿元、20.04 亿元、19.94 亿元和 3.16 亿元。公司大修支出通过在建工程反映。

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), 广西自治区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, 广西自治区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 2123.63 亿元，涉及里程 2931.74 公里，具体划转高速公路情况见附件 2。截至 2021 年 3 月底，隆林至百色、宜州至河池、百色至靖西、六景至钦州港、灌阳至凤凰、岑溪至水汶和三江至柳州高速公路相关资产已完成划转。

表 14 公司已完成路产划转情况（单位：亿元）

路产名称	划转基准日	资产	所有者权益
隆林至百色	2016/01/01	125.07	16.24
宜州至河池	2017/01/01	47.11	7.99
百色至靖西	2018/04/30	81.80	12.43
六景至钦州港	2018/04/30	69.15	3.29
灌阳至凤凰	2020/01/01	31.49	2.49
岑溪至水汶	2020/01/01	30.69	3.70
三江至柳州	2020/03/31	141.05	24.13
合计	--	526.36	70.27

资料来源：联合资信根据公司公告整理

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、盈利能力和信用评级水平产生重大不利影响。

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 2021 年 3 月底，公司主要在建高速公路项目共 15 个，建设里程合计 1271.09 公里，计划总投资额合计 1979.61 亿元，已累计完成投资 261.80 亿元，尚需投资 1717.81 亿元。

表 15 截至 2021 年 3 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
柳州经合山至南宁	经营性	2021.6	199.26	207.49	20	80.88
桂林至柳州	经营性	2021.12	95.69	129.09	25	59.25
南丹至下老	经营性	2022.12	104.65	208.34	20	48.20
沙井至吴圩	收费还贷	2021.12	25.60	53.15	35	17.80
桂柳改扩建	收费还贷	2023.12	101.47	160.30	28	3.70
平塘至天峨	收费还贷	2023.12	59.16	118.27	26	6.70
天峨经凤山至巴马	收费还贷	2023.12	104.68	251.91	26	5.54
平果至南宁	收费还贷	2023.12	84.97	128.97	35	10.97
平南至武宣	收费还贷	2023.12	63.02	99.40	35	3.07
巴马至田东	收费还贷	2023.12	67.20	103.81	35	4.49
田东经天等至大新	收费还贷	2023.12	70.66	112.85	35	3.28
大新经龙州至凭祥	收费还贷	2023.12	145.41	202.04	35	4.81
龙门大桥	收费还贷	2024.12	7.62	57.09	40	2.69
大风江大桥	收费还贷	2024.12	5.01	10.51	40	1.21
灌阳至平乐	经营性	2022.12	136.70	136.40	58	9.21
合计			1271.09	1979.61	--	261.80

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. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司纳入规划的拟建高速公路项目共 9 个，建设里程合计 488.88 公里，计划总投资 862.90 亿元。

总体看，未来随着在建高速公路的建成通车，公司通行里程将不断扩大，对公司通行费收入及利润可起到有效的拉动作用。但考虑到高速公路培育期较长，上述项目投资效益的实现具有一定的滞后性且建设期间资本支出压力大。

(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，公司作为广西自治区唯一从事铁路投资、建设和管理的专业性投资公司，受广西壮族自治区政府的委托，通过专业化铁路投资建设，完善自治

区铁路路网布局，在中国铁路总公司与广西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。

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，自治区财政厅、广西壮族自治区铁路建设办公室和广西壮族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 16 截至 2021 年 3 月底公司下属 10 家合资铁路项目公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	公司持股比例	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	192.18	48.12	沿海公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.19	23.50	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	54.17	23.18	云桂公司
贵广铁路有限责任公司	20.00	2.07	贵广公司
广西梧州新港铁路投资有限公司	2.98	100.00	新港公司
广西南崇铁路有限责任公司	5.00	51.00	南崇公司
广西南玉铁路有限公司	5.00	51.00	南玉公司
广西柳梧铁路有限公司	1.00	60.00	柳梧公司

注：1. 合资项目公司拥有的完工铁路项目，在公司合并报表中体现为“其他权益工具投资”；合资铁路公司拥有的在建铁路项目，出资在“在建工程”科目中体现，账面余额为公司对该铁路项目的累计出资额，最终公司持股比例待项目完工后确定；

2. 云桂公司注册资本为实际已出资额，持股比例为章程约定值，目前尚未完成工商变更手续

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司下属合资铁路项目公司 10 家，已有沿海铁路扩能南宁至钦州北段、沿海铁路扩能钦州北至北海段、沿海铁路扩能钦州北至防城港段等 21 条铁路项目完工投入运营。梧州赤水铁路专用线为连接梧州港的货运支线，2018—2020 年分别取得货运收入 0.40 亿元、0.72 亿元和 0.89 亿元；其他铁路项

目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益，截至 2021 年 3 月底公司尚未收到铁路项目公司现金分红。从中国已开通运营的京津城际、武广高铁等项目来看，高铁项目一般需要运营几年后才能达到盈亏平衡点，但从长远看，铁路项目将为公司带来稳定的投资收益。

表 17 截至 2021 年 3 月底公司已建成铁路情况 (单位: 亿元)

序号	铁路项目名称	项目总投资	项目资本金	广西方出资	公司累计出资
1	新建德保至靖西铁路	13.78	6.89	3.05	2.90
2	新建田东至德保铁路	15.60	7.80	4.35	2.01
3	广西沿海铁路南宁至钦州北段扩能改造	97.60	48.80	23.91	23.90
4	广西沿海铁路钦州北至北海段扩能改造	80.10	40.05	16.05	16.05
5	广西沿海铁路钦州北至防城港段扩能改造	49.90	24.95	10.58	12.23
6	新建玉林至铁山港铁路	48.52	24.26	12.77	11.89
7	广西沿海铁路黎塘北至钦州段扩能改造	35.66	17.83	7.81	8.74
8	钦州临海园区地方铁路支线大榄坪至保税港区段	4.76	1.90	4.76	4.04
9	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.85
10	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	41.00	41.00
11	湘桂扩能柳州至南宁段	230.00	115.00	51.74	56.35
12	新建南宁至黎塘铁路	132.00	66.00	54.10	40.89
13	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	24.23	19.84
14	柳州至南宁段电气化改造工程	12.83	6.42	1.00	0.61
15	湘桂扩能衡阳至柳州段	345.00	120.75	51.96	47.68
16	梧州赤水铁路专用线	5.60	2.69	5.60	2.56
17	新建云桂铁路	894.81	447.41	78.55	78.55
18	黎湛铁路电气化改造工程	34.16	8.96	12.94	14.46
19	南昆铁路南宁至百色段增建二线工程	98.83	34.60	12.45	12.99
20	柳州站站房扩建工程	21.50	13.70	13.70	3.00
21	焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造工程	48.93	24.47	5.50	3.38
合计		3446.18	1648.62	444.65	411.92

注: 公司一般在铁路项目建设竣工后, 根据中国铁路总公司与地方实际投入情况核定对项目公司的持股比例, 一个项目公司可能是多条(段)铁路的业主; 由于项目建设实施过程中发生变化, 部分项目广西方计划出资额与公司实际出资额存在差异; 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

在建项目方面, 截至 2021 年 3 月底, 公司在建项目共计 9 个, 计划总投资 2176.88 亿元, 其中广西方计划出资 1399.68 亿元, 公司已累计出资 312.62 亿元。2021—2023 年, 公司分别计划出资 321.06 亿元、341.11 亿元和 248.70 亿元。在建项目方面, 公司未来拟建玉林至梧州城际铁路、贺州至梧州城际铁路、玉林至北海城际铁路等 17 个项目, 项目总投资合计 3664.99 亿元, 其中广西方出资 1412.91 亿元。

表 18 截至 2021 年 3 月底公司在建铁路建设项目投资情况 (单位: 亿元)

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

注: 新建南宁至崇左铁路、新建南宁至玉林铁路、南宁国际空港综合交通枢纽工程、新建柳州至广州铁路柳州至梧州段均由公司主导投资建设, 纳入公司合并范围, 未来将通过客运收入平衡项目投资, 具体运营模式尚未确定; 尾差系四舍五入所致
资料来源: 公司提供

(3) 成品油销售

公司成品油销售的利润主要来自购销差价，跟踪期内，受疫情影响公司成品油销售收入有所下降，受益于公司对成本控制效果的显现，毛利率有所上升。

公司成品油销售业务收入主要来源于公司全资子公司实业公司，截至 2021 年 3 月底，实业公司从事油品销售的 1 家全资子公司为广西交通投资集团石油销售有限公司，持股比例 100%；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 2021 年 3 月底，公司共有加油站 192 座，其中在运营 185 座，在建 7 座。在运营的加油站中，2 家控股子公司经营合计 89 座，3 家参股子公司经营加油点合计 73 座，通过实业公司自营加油站 23 座。

公司成品油销售业务的盈利模式主要是从中石化、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。公司成品油销售收入受中石油、中石化的销售政策和国内国际油价走势影响较大。2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，公司油品销售收入分别为 44.71 亿元、52.18 亿元、38.99 亿元和 10.18 亿元，受益于公司对该板块成本控制效果的显现，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，2018—2020 年及 2021 年 1—3 月分别为 9.28%、10.37%、12.48% 和 18.15%。

(4) 商贸物流

跟踪期内，公司商贸物流业务收入有所增长，但毛利率低，对公司利润贡献不大。

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、商贸公司、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。由于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可获得优惠价格。公司从供货商处以优惠价格取得钢材、沥青等产品，然后以市场价格进行销售，从中赚取差价。

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；下游客户主要为大型国有企业或公司所属项目的工程施工方，回款风险可控。受国内外市场环境、大宗商品现货和期货市场供求变化等因素影响，钢材、沥青等大宗商品价格波动频繁，市场风险较高，公司贸易板块经营情况或将面临不确定性。

2018—2020 年，公司商贸物流收入持续增长，分别为 131.14 亿元、254.99 亿元和 303.44 亿元；毛利率维持在较低水平。2021 年 1—3 月，公司实现商贸物流收入 53.81 亿元，相当于 2020 年全年的 17.73%；毛利率为 5.01%，较 2020 年上升 0.25 个百分点。

表 19 公司 2020 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
广西广投银海铝业集团有限公司	铝锭	50.42	17.00
广西柳州钢铁集团有限公司	钢材	20.08	6.95
柳州钢铁股份有限公司	钢材	16.79	5.81
安钢集团信阳钢铁有限责任公司	钢材	9.43	3.26
广西红水河水泥股份有限公司	水泥	5.47	1.89
合计	--	102.19	35.36

资料来源：公司提供

2020 年，公司前五大供应商采购金额合计 102.19 亿元，占采购总额的 35.36%，集中度较低；前五大客户销售金额合计 85.67 亿元，占销售总额的 28.23%，集中度较低。

表 20 公司 2020 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
阳泉煤业国际贸易有限公司	铝锭	41.17	13.57
广西柳州岑海金属材料有限公司	钢材	16.12	5.31
广西北港新材料有限公司	矿产品	10.16	3.35
浙商中拓集团股份有限公司	钢材	9.28	3.06
广西建工集团智慧制造有限公司	钢材	8.94	2.95
合计	--	85.67	28.23

资料来源: 公司提供

(5) 其他收入

公司其他收入主要包括锰矿采选冶炼及销售收入、房地产销售收入、金融业务带来的利息以及手续费和佣金收入等。

锰矿采选冶炼及贸易

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, 主要由广西铁投下属子公司广西大锰锰业集团有限公司负责运营。

截至 2021 年 3 月底, 公司在南非拥有 3 个锰矿, 总储量 2.77 亿吨, 年开采能力为 245.00 万吨。2019—2020 年以及 2021 年 1—3 月, 公司分别实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入 33.21 亿元、20.71 亿元和 2.51 亿元, 2020 年以来收入有所下降, 主要系受疫情以及部分锰矿业务战略重组影响。

房地产

公司房地产业务主要由广西铁投子公司广西地产集团有限公司、五洲交通、广西三祺投资有限公司和广西交投物流发展有限公司负责。2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月, 公司房地产收入分别为 8.05 亿元、22.00 亿元、24.20 亿元和 6.44 亿元。

表 21 截至 2021 年 3 月底公司主要在售/在建房地产项目情况表 (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
九个半岛/交投地产阳光阿尔勒 100	住宅、商业	广西武鸣	64.70	58.06	50.00	28.12	30.96	29.52
三祺·长岛花园/境东十里	住宅	广西钦州	34.55	21.41	34.80	13.80	8.78	7.53
梧州三祺城	住宅	广西梧州	46.36	25.99	53.32	36.56	14.48	12.33
三祺·澜湖国际	住宅	广西桂林	19.68	15.85	11.00	10.31	7.72	7.53
润和春天	商业、住宅	广西来宾	6.86	5.10	2.12	2.26	1.72	1.69
柳源居	商业、住宅	广西柳州	3.00	2.56	1.82	1.09	1.57	1.51
金悦澜湾	商业、住宅	广西南宁	33.56	32.55	37.89	26.34	27.57	27.28
和顺园	住宅	广西南宁	10.60	6.10	12.70	12.11	9.90	7.50
桂林漓东新城项目	住宅	广西桂林	18.17	3.07	11.75	4.71	2.32	1.77
桂林兴进锦城项目	住宅	广西桂林	24.15	7.26	15.70	8.23	5.57	4.42
桂林漓江悦府项目	住宅	广西桂林	14.92	5.64	11.26	6.04	5.05	4.72
来宾集美城项目	商业、住宅	广西来宾	12.79	1.00	5.70	1.06	0.41	0.24
柳州新叶城项目	住宅	广西柳州	16.79	1.52	23.55	11.75	1.57	1.09
贵港观园悦府项目	住宅	广西贵港	27.21	2.80	19.70	6.29	1.60	0.92
南宁九樾府项目	住宅	广西南宁	18.55	12.97	15.41	7.86	13.79	13.39
南宁九宸府项目	住宅	广西南宁	17.34	4.81	8.40	1.55	2.01	2.11
五洲半岛阳光项目	住宅	广西百色	28.19	15.10	13.00	10.60	5.71	5.19
柳州滨江郡府项目	住宅	广西柳州	16.47	--	20.23	2.78	--	--

钦州星悦湾项目	住宅	广西钦州	25.54	2.06	10.87	1.93	1.26	0.55
合计	--	--	439.44	223.85	359.22	193.39	141.97	129.28

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司在售/在建房地产项目共有 19 个，可售面积合计 439.44 万平方米，已售面积合计 223.85 万平方米；总投资合计 359.22 亿元，已投资 193.39 亿元，已实现销售额 141.97 亿元，累计回款 129.28 亿元。

总体看，公司房地产业务未来所需投资规模较大，存在较大资金需求，且房地产业务受行业景气度和宏观政策影响较大，未来收入实现时点及规模存在一定不确定性。

金融业务

公司金融业务主要由下属财务公司、小额贷款公司、基金公司、融资租赁公司及担保公司等经营。2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月，公司金融业务收入分别为 2.23 亿元、3.88 亿元、4.01 亿元和 0.93 亿元。

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。

事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年 1—3 月财务数据未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有纳入合并报表范围的二级子公司 86 家。2019 年，公司报表合并范围新增 7 家二级子公司，减少 5 家二级子公司；2020 年，公司报表合并范围新增 12 家二级子公司，减少 1 家二级子公司；2021 年 1—3 月，公司合并范围新增 1 家二级子公司。总体看，公司合并范围变化的子公司规模相对不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以在建和已建成高速公路和铁路为主；公司其他应收款规模大，对资金形成一定占用，部分应收类款项由于诉讼、纠纷等情况存在一定回收风险。同时，收费还贷类高速公路资产的划出将导致公司的资产规模下降，联合资信将继续关注后续路产划转事项。

2018—2020 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 10.18%。2020 年底，公司资产规模较上年底增长 13.86%，以非流动资产为主。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，大华会计师

表 22 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	243.07	6.70	109.94	2.84	162.44	3.69	224.66	4.82
其他应收款	187.47	5.16	237.31	6.13	295.58	6.71	310.50	6.66
存货	174.86	4.82	150.46	3.89	225.05	5.11	247.24	5.30
流动资产	692.86	19.09	583.42	15.07	797.47	18.10	896.50	19.23
可供出售金融资产	460.67	12.69	547.78	14.15	577.99	13.12	0.00	0.00
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	539.94	11.58

固定资产	843.22	23.23	1037.76	26.81	1153.30	26.17	1147.23	24.61
在建工程	1187.74	32.72	1234.53	31.90	1304.21	29.60	1497.05	32.11
无形资产	178.09	4.91	189.10	4.89	242.31	5.50	240.92	5.17
非流动资产	2937.07	80.91	3286.95	84.93	3609.23	81.90	3766.02	80.77
资产总额	3629.93	100.00	3870.37	100.00	4406.70	100.00	4662.52	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018—2020年底，公司流动资产波动增长，年均复合增长7.28%。2020年底，公司流动资产较上年底增长36.69%，主要系货币资金、其他应收款、存货增加所致。

2018—2020年底，公司货币资金有所波动。2020年底，公司货币资金较上年底增长47.75%，主要系经营活动及筹资活动现金净流入所致；其中银行存款占91.09%；公司货币资金中包括受限资金26.65亿元，占货币资金的16.41%，主要是存放于中央银行的法定存款准备金、预售房款监管资金和银行承兑汇票保证金。

2018—2020年底，公司应收账款持续下降，年均复合下降9.12%。2020年底，公司应收账款较上年底下降8.60%，主要以贸易业务应收货款为主。2020年底，公司尚未执行新金融工具准则的应收账款账面余额35.36亿元，从计提坏账准备的种类来看，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款共计6.68亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备4.14亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款合计28.04亿元，其中账龄组合6.37亿元，账

龄在1年以内（含）的占81.06%，综合账龄较短，共计提坏账准备0.20亿元；路内贸易业务组合17.36亿元，未计提坏账准备。总体看，公司应收账款欠款单位主要为下游商贸类企业，部分款项存在诉讼、纠纷等情况，存在一定回收风险。

2018—2020年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长25.56%。2020年底，公司其他应收款较上年底增长24.55%。2020年底，公司尚未执行新金融工具准则的其他应收款账面余额342.40亿元，从计提坏账准备的种类来看，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款79.01亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备48.07亿元（计提比例为60.85%）；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款262.36亿元，共计提坏账准备0.37亿元。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51.65%，集中度一般。总体看，公司其他应收款规模大，对公司资金占用明显，部分款项存在诉讼、纠纷等情况，存在一定回收风险。

表 23 公司 2020 年底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（按原值计算）	账龄
广西高速公路还贷运营管理中心	往来款	128.96	37.31	2~3 年
茂名市世和城建房地产开发有限公司	借款及利息	17.17	4.97	4~5 年
广西荔浦中荔物资贸易有限公司	材料款	11.45	3.31	5 年以上
广西金龙高速公路有限公司	往来款	10.68	3.09	1~2 年
广西阳鹿高速公路有限公司管理人	破产重整资金	10.26	2.97	4~5 年
合计	--	178.53	51.65	--

注：1.截至2020年底，公司向广西高速公路还贷运营管理中心划转的部分路产，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；2.应收广西荔浦中荔物资贸易有限公司的材料款系重整阳鹿高速形成的应收债权，已全额计提坏账准备；3.尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2018—2020 年底，公司存货波动增长，年均复合增长 13.45%。2020 年底，公司存货较上年底增长 49.57%，主要系房地产开发成本大幅增长所致。存货主要以房地产开发成本（占 87.48%）、库存商品（占 3.39%）和房地产开发产品（占 7.09%）为主，公司对存货合计计提跌价准备 6.94 亿元。

2018—2020 年底，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 92.43%。2020 年底，公司其他流动资产较上年底增长 52.25%，主要系高速公路待抵扣进项税增加以及金融投资增加所致；其他流动资产主要为增值税借方余额重分类（27.99 亿元）、资金拆借本金及利息（15.87 亿元）等。

非流动资产

2018—2020 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 10.85%。2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 9.80%，主要系可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产增长所致。

2018—2020 年底，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 12.01%。2020 年底，公司可供出售金融资产较上年底增长 5.51%，主要系广西铁投出资的已完工铁路项目增加所致。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。

公司固定资产以高速公路资产为主，2018—2020 年底持续增长，年均复合增长 16.95%，主要系高速公路项目完工由在建工程转入所致。2020 年底，公司固定资产账面原值 1302.24 亿元，以高速公路（1219.83 亿元）为主，固定资产累计折旧 148.72 亿元，成新率为 88.55%，成新度高；固定资产账面价值 1153.30 亿元，较上年底增长 11.13%，主要系高速公路项目转固所致。

2018—2020 年底，公司在建工程持续增长，年均复合增长 4.79%。2020 年底，公司在建工程较上年底增长 5.64%，主要系高速公路和铁路项目持续投入所致。公司在建工程以公路和铁路建设工程为主，2020 年底分别占 72.44%和 16.94%。

2018—2020 年底，公司无形资产持续增长，年均复合增长 16.64%。2020 年底，公司无形资产较上年底增长 28.14%，主要系公路土地使用权和 BOT 特许经营权增加所致；无形资产主要由公路土地使用权（138.09 亿元）、BOT 特许经营权（61.72 亿元，为高速公路项目）和采矿权（22.94 亿元）构成；无形资产累计摊销金额为 35.99 亿元。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 13.02%。2020 年底，公司其他非流动资产较上年底增长 23.57%，主要由预付工程款（66.96 亿元）、预付征地拆迁款（46.77）、资金拆借（26.46 亿元）和委托贷款（22.00 亿元）构成。

2020 年底，公司受限资产合计 72.11 亿元，其中受限货币资金 26.65 亿元，用于借款抵质押的存货、固定资产和长期股权投资分别为 43.93 亿元、1.43 亿元和 0.10 亿元。此外，公司将高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，2020 年底公司长期借款中质押借款的账面余额为 1291.34 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。

2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 5.81%，主要系货币资金和在建工程增加所致；其中流动资产占 19.23%，非流动资产占 80.77%。2021 年 3 月底，根据新的会计准则，公司将广西铁投出资的已完工铁路项目由可供出售金融资产调整至其他权益工具投资。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司持续获得政府注入较大规模的车购税、高速公路及铁路项目资本金等，

资本实力进一步充实；公司债务规模持续增长，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，预计未来债务负担可能将进一步加重。

所有者权益

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.03%。2020 年底，公司所有者权益 1577.68 亿元，较上年底增长 21.71%，主要系其他权益工具、资本公积和少数股东权益增加所致；其中实收资本占 19.08%，其他权益工具占 12.03%，资本公积占 50.01%，少数股东权益占 16.43%。

2018—2020 年底，公司其他权益工具持续增长，年均复合增长 255.72%。2020 年底，公司其他权益工具 189.80 亿元，较上年底增加 161.10 亿元，其中政府置换可续期债权 118.60 亿元，政府专项债 52.50 亿元。政府置换可续期债权系公司于 2020 年 9 月 28 日与自治区财政厅签订《部分政府置换债券还款计划协议》，对部分政府置换债券的还款金额、还款时间及计息方式等进行调整，借款期限转为无固定期限，借款到期后公司可以选择偿还，也可以选择不承担。公司选择续期偿还的，触发利率跳升机制，每年年化利率提升 20BP，最终调整利率限

额不超过 4.90%；公司可选择将已有利息延迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制，每次利息递延需将剩余期限的年化利率提升 20BP，最终调整利率限额不超过 4.90%。政府专项债由自治区财政厅向子公司广西铁投拨付，定向用于南宁至玉林铁路、南宁至崇左铁路、防城港至东兴铁路、贵阳至南宁铁路项目建设，公司将该债券分类为权益工具，但利息仍由公司承担。

2018—2020 年底，公司资本公积持续增长，年均复合增长 10.19%。2020 年底，公司资本公积 789.07 亿元，较上年底增长 11.41%，主要为收到车购税资金 57.83 亿元、子公司广西铁投收到各地政府部门铁路项目地方配套资金 26.20 亿元、收到广西投资引导基金有限公司投资资金 8.83 亿元、收到广西贺州交通投资集团有限公司无偿划入贺州市正赢富钟高速公路有限公司 100% 股权增加资本金 9.80 亿元。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 1608.07 亿元，较上年底变化不大。

负债

2018—2020 年底，公司负债总额持续增长，年均复合增长 8.20%。2020 年底，公司负债总额较上年底增长 9.90%，以非流动负债为主。

表 24 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	69.47	2.87	88.99	3.46	109.79	3.88	127.86	4.19
其他应付款	129.94	5.38	116.44	4.52	129.43	4.58	140.36	4.60
一年内到期的非流动负债	125.78	5.20	81.25	3.16	199.13	7.04	202.44	6.63
流动负债	479.05	19.82	451.42	17.54	669.98	23.68	759.90	24.88
长期借款	1273.43	52.70	1423.85	55.31	1677.05	59.28	1790.49	58.62
应付债券	267.15	11.06	315.12	12.24	296.71	10.49	331.98	10.87
长期应付款	350.27	14.49	346.51	13.46	142.68	5.04	129.74	4.25
非流动负债	1937.48	80.18	2122.73	82.46	2159.03	76.32	2294.55	75.12
负债总额	2416.53	100.00	2574.15	100.00	2829.02	100.00	3054.45	100.00

资料来源：公司审计报告和财务报表

2018—2020 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 18.26%。2020 年底，公司流动负

债较上年底增长 48.42%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

2018—2020年底,公司短期借款持续增长,年均复合增长25.72%。2020年底,公司短期借款较上年底增长23.37%,以信用借款(占62.04%)和抵押借款(占29.15%)为主。

2018—2020年底,公司应付账款持续增长,年均复合增长12.96%。2020年底,公司应付账款较上年底增长21.41%,应付账款主要是未结算支付的工程款和货款。

2018—2020年底,公司预收款项持续增长,年均复合增长61.37%。2020年底,公司预收款项较上年底增长75.33%,主要是预收房屋销售款增加所致。

2018—2020年底,公司其他应付款有所波动,2020年底较上年底增长11.15%;其他应付款主要为往来款(31.93亿元)、质保金(24.10亿元)、工程款(14.18亿元)和项目合作资金(10.37亿元)等。

2018—2020年底,公司一年内到期的非流动负债波动增长,年均复合增长25.83%。2020年底,公司一年内到期的非流动负债较上年底增长145.09%,主要为一年内到期的长期借款(40.33亿元)、一年内到期应付债券(108.80亿元)和一年内到期的长期应付款(45.30亿元)。

2018—2020年底,公司其他流动负债持续下降,年均复合下降25.58%。2020年底,公司其他流动负债较上年底下降24.14%,主要为公司发行的(超)短期融资券(30.00亿元)。

2018—2020年底,公司非流动负债持续增长,年均复合增长5.56%。2020年底,公司非流动负债较上年底增长1.71%。

2018—2020年底,公司长期借款持续增长,年均复合增长14.76%。2020年底,公司长期借款较上年底增长17.78%,以质押借款为主(占75.03%)。

2018—2020年底,公司应付债券有所波动。2020年底,公司应付债券较上年底下降5.84%,主要系部分债券到期偿付所致。

2018—2020年底,公司长期应付款持续下降,年均复合下降36.18%。2020年底,公司长

期应付款较上年底下降58.83%,主要系部分政府置换债券的借款期限转为无固定期限后转入其他权益工具所致;公司长期应付款主要为广西交通厅—亚洲开发银行贷款、政府专项债券等。公司对上述债务负有利息偿付责任,联合资信将其调整为有息债务核算。

2021年3月底,公司负债总额较上年底增长7.97%,负债结构较上年底变化不大。2021年3月底,按照新的会计准则,公司大部分预收款项转入合同负债;其他流动负债较上年底增长117.08%,主要系公司发行超短期融资券所致。

表25 公司债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2018年底	2019年底	2020年底	2021年3月底
短期债务	261.19	227.04	380.71	422.65
长期债务	1887.62	2084.09	2115.20	2250.98
全部债务	2148.81	2311.14	2495.91	2673.63
长期债务资本化比率	60.87	61.65	57.28	58.33
全部债务资本化比率	63.91	64.07	61.27	62.44
资产负债率	66.57	66.51	64.20	65.51

资料来源:根据公司审计报告和财务报表整理

2018—2020年底,公司债务规模持续增长,年均复合增长7.77%。2021年3月底,公司全部债务较上年底增长7.12%;其中短期债务占15.81%、长期债务占84.19%。

债务指标方面,2018—2020年底,公司资产负债率持续下降,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动下降;2021年3月底,上述指标较2020年底均有所上升。

4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入有所下降,期间费用对利润造成侵蚀,投资收益和政府补贴对公司利润贡献大。

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。2018—2020年,公司营业总收入波动增长,营业成本持续上升,营业利润率持续下降。

表 26 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
营业总收入	263.15	480.38	472.93	104.45
营业成本	209.78	392.16	394.21	76.79
期间费用	40.50	88.68	87.81	25.41
资产减值损失	4.14	4.99	9.16	0.01
投资收益	4.82	13.03	7.70	2.04
其他收益	0.42	10.34	24.94	0.30
利润总额	12.43	15.91	10.67	4.21
营业利润率	19.70	17.68	15.99	25.50
总资本收益率	1.03	1.96	1.61	--
净资产收益率	0.57	0.55	0.11	--

资料来源: 根据公司审计报告整理

公司期间费用主要为财务费用, 2018—2020年, 公司期间费用波动上升, 占营业收入比重分别为15.39%、18.46%和18.57%。

2018—2020年, 公司利润总额波动下降, 年均复合下降7.35%。2020年, 公司利润总额同比下降32.95%; 资产减值损失同比增长83.66%, 主要来自坏账损失和存货跌价损失; 投资收益同比下降40.92%, 主要来自权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产持有期间的投资收益以及处置长期股权投资和可供出售金融资产产生的投资收益; 其他收益同比增长141.16%, 主要为政府补助。

盈利指标方面, 2018—2020年, 公司总资本收益率波动上升; 受疫情期间免收通行费政策影响2020年净资产收益率大幅下降, 预计公司2021年盈利指标将比2020年明显改善。

2021年1—3月, 公司实现营业总收入104.45亿元, 相当于2020年全年的22.09%, 利润总额为4.21亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内, 公司经营活动现金持续净流入, 收入实现质量好, 但公司在建拟建项目投资规模大, 对外融资需求较强。

表 27 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
经营活动现金流入	328.98	570.43	608.25	143.22
经营活动现金流出	279.55	518.51	539.97	130.90
经营活动净现金流	49.43	51.92	68.28	12.33
投资活动现金流入	35.49	98.02	79.39	12.92
投资活动现金流出	216.48	380.31	511.41	178.88
投资活动净现金流	-180.99	-282.28	-432.02	-165.96
筹资活动现金流入	480.11	596.65	933.43	318.38
筹资活动现金流出	195.76	501.77	528.68	102.76
筹资活动净现金流	284.34	94.88	404.76	215.62
现金收入比	109.83	107.77	115.68	113.07

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从经营活动来看, 2018—2020年, 公司经营活动现金流入量持续增长, 年均复合增长35.97%, 主要来自销售商品、提供劳务收到的现金; 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。2018—2020年, 公司经营活动现金流出量持续增长, 年均复合增长38.98%, 以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2018—2020年, 公司经营活动现金流量净额持续增长, 现金收入比波动上升, 公司收入实现质量好。

从投资活动来看, 2018—2020年, 公司投资活动现金流入量波动增长, 年均复合增长49.57%, 以公司收回投资收到现金为主。2018—2020年, 公司投资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长53.70%, 主要是高速公路和铁路项目投资支付的现金。2018—2020年, 公司投资活动现金呈净流出状态, 且净流出规模持续增长。

从筹资活动来看, 公司主要通过政府出资、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。2018—2020年, 公司筹资活动现金持续净流入, 净流入规模有所波动。

2021年1—3月, 公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为12.33亿元、-165.96亿元和215.62亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标较弱，目前公司融资渠道畅通，区域地位突出，能持续得到自治区政府在政策、资金等方面的有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均持续下降；2021年3月底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大，现金短期债务比较上年底有所上升。

表 28 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
短期偿债能力指标				
流动比率	144.63	129.24	119.03	117.98
速动比率	108.13	95.91	85.44	85.44
现金短期债务比	0.94	0.49	0.44	0.57
长期偿债能力指标				
EBITDA（亿元）	61.32	108.41	101.96	--
EBITDA 利息倍数	0.81	1.04	0.81	--
全部债务/EBITDA	35.04	21.32	24.48	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司 EBITDA 波动增长；全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 利息倍数有所波动。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信总额度 5134.49 亿元，已使用授信额度 2309.96 亿元，尚未使用额度为 2824.53 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。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额 118.34 亿元，担保比率为 7.36%，主要为对还贷中心（58.16 亿元）的担保以及对房地产销售客户进行按揭贷款（58.83 亿元）的担保。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；公司对房地产销售客户进行按揭贷款担保，担保期限直至办理完房屋产权证为止。总体看，公司对外担保比率较低，或有负债风险小。

截至 2020 年底，公司涉及的主要未决诉讼事项 29 起，涉及标的金额合计 16.32 亿元，主要包括破产债权确认纠纷、合同纠纷、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

母公司资产和权益规模大，整体债务负担一般；公司收入主要来源于子公司，母公司收入规模相对较少，但盈利水平较高。

2020年底，母公司资产总额3189.86亿元，较上年底增长4.11%；其中流动资产为1818.03亿元，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1371.84亿元，主要由长期股权投资和固定资产构成。

2020年底，母公司所有者权益1233.99亿元，较上年底增长15.62%，主要系部分政府置换债券转为可续期债权以及收到政府拨付的高速公路和铁路项目资本金所致；其中实收资本占24.40%，资本公积占58.58%，母公司所有者权益稳定性好。

2020年底，母公司负债总额1955.88亿元，较上年底下降2.04%；其中流动负债479.64亿元，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1476.24亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2020年底，母公司全部债务1676.85亿元，其中短期债务占12.22%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为61.32%和57.61%，较2019年底分别下降3.85个和4.14个百分点，整体债务负担一般。

2020年，母公司营业总收入为44.12亿元，营业成本为26.51亿元；利润总额为14.30亿元，同比下降25.69%。

2021年3月底，母公司资产总额3293.30亿元，所有者权益1248.39亿元；2021年1—3月，母公司实现营业总收入14.21亿元，利润总额2.00亿元。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2021 年 5 月底，公司存续债券余额包括 211.90 亿元人民币国内债券和 3.00 亿美元海外债券，假定附权债券在下一行权日全部行权，公司一年内到期债券余额 89.00 亿元，未来一年为公司偿债高峰期。2020 年，公司经营活动现金流入量对公司一年内到期债券余额的保障能力强，现金类资产和 EBITDA 对公司一年内到期债券余额的保障能力较强。

表 29 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

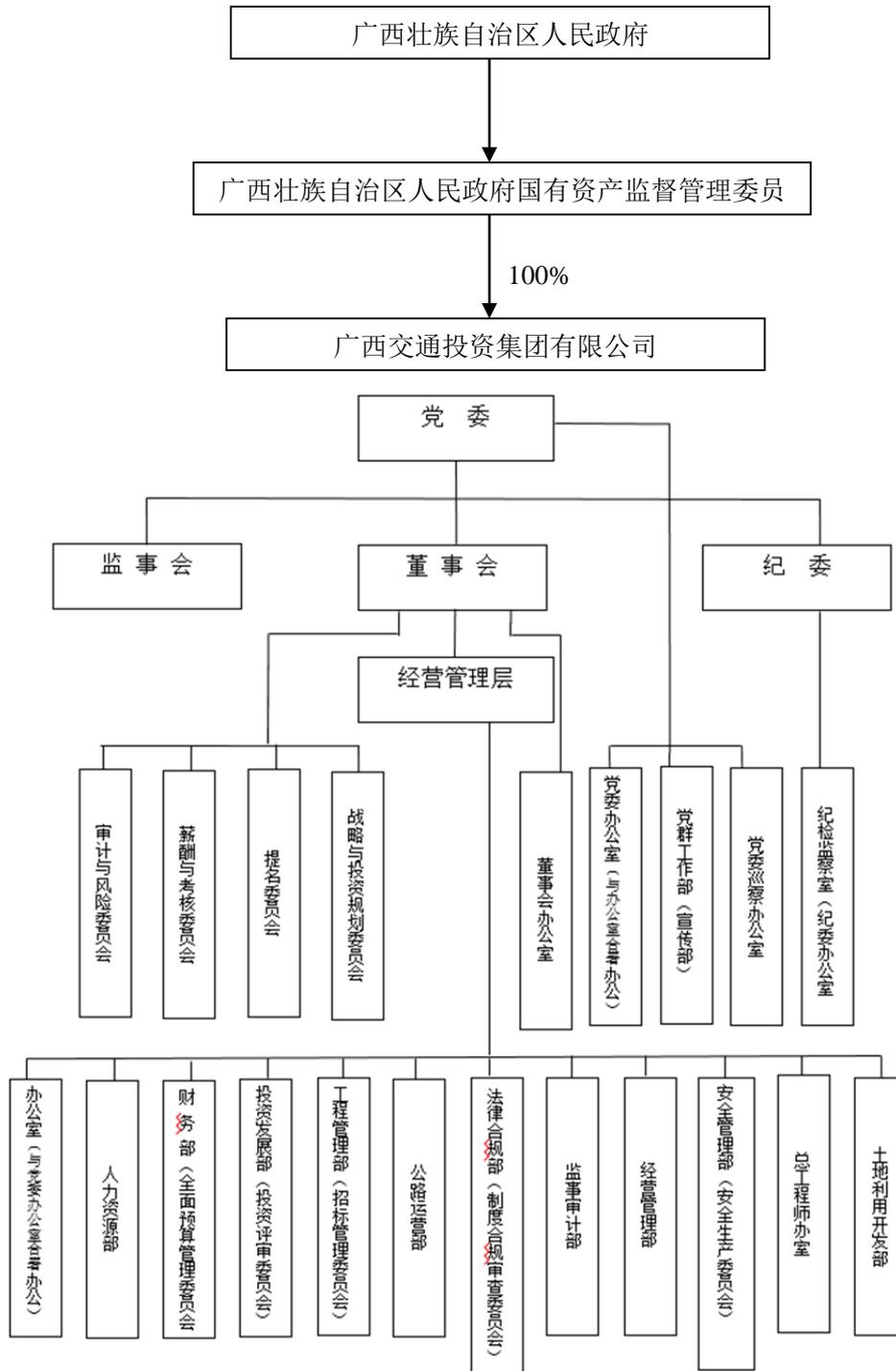
项目	保障情况
2021 年 5 月底一年内到期债券余额	89.00
2020 年底现金类资产/一年内到期债券余额	1.88
2020 年经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	6.83
2020 年经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.77
2020 年 EBITDA/一年内到期债券余额	1.15

资料来源：联合资信整理

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，“15桂交投MTN001”“17桂交01”“17桂交投MTN001”“18桂交02”“19桂交投MTN001”“20桂交投01/20桂交01”“20桂交投02/20桂交02”“21桂交投MTN001”“21桂交投MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



附件 2 截至 2021 年 3 月底公司拟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	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	六景至钦州港	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	已完成
13	岑溪至水汶	30.72	24.42	2015	已完成
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	已完成
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	25.79	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	153.92	190.79	2020	尚无确切计划
24	荔浦至玉林	261.74	230.59	2020	尚无确切计划
25	崇左至水口	88.27	60.01	2019	尚无确切计划
26	松旺至铁山港东岸	21.44	18.15	2020	尚无确切计划
合计		2931.74	2123.63	--	--

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	244.86	110.81	167.41	241.82
资产总额 (亿元)	3629.93	3870.37	4406.70	4662.52
所有者权益 (亿元)	1213.40	1296.22	1577.68	1608.07
短期债务 (亿元)	261.19	227.04	380.71	422.65
长期债务 (亿元)	1887.62	2084.09	2115.20	2250.98
全部债务 (亿元)	2148.81	2311.14	2495.91	2673.63
营业总收入 (亿元)	263.15	480.38	472.93	104.45
利润总额 (亿元)	12.43	15.91	10.67	4.21
EBITDA (亿元)	61.32	108.41	101.96	--
经营性净现金流 (亿元)	49.43	51.92	68.28	12.33
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	8.69	12.61	13.02	--
存货周转次数 (次)	1.57	2.41	2.10	--
总资产周转次数 (次)	0.09	0.13	0.11	--
现金收入比 (%)	109.83	107.77	115.68	113.07
营业利润率 (%)	19.70	17.68	15.99	25.50
总资本收益率 (%)	1.03	1.96	1.61	--
净资产收益率 (%)	0.57	0.55	0.11	--
长期债务资本化比率 (%)	60.87	61.65	57.28	58.33
全部债务资本化比率 (%)	63.91	64.07	61.27	62.44
资产负债率 (%)	66.57	66.51	64.20	65.51
流动比率 (%)	144.63	129.24	119.03	117.98
速动比率 (%)	108.13	95.91	85.44	85.44
经营现金流动负债比 (%)	10.32	11.50	10.19	--
现金短期债务比 (倍)	0.94	0.49	0.44	0.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	1.04	0.81	--
全部债务/EBITDA (倍)	35.04	21.32	24.48	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 公司短期债务中包含其他流动负债中（超）短期融资券，长期债务中包含长期应付款中有息债务；3. 尾差系四舍五入所致

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	66.24	40.65	51.17	62.76
资产总额 (亿元)	2717.80	3063.90	3189.86	3293.30
所有者权益 (亿元)	1005.28	1067.25	1233.99	1248.39
短期债务 (亿元)	116.25	117.10	204.90	238.29
长期债务 (亿元)	1401.67	1605.48	1471.95	1543.54
全部债务 (亿元)	1517.93	1722.58	1676.85	1781.82
营业总收入 (亿元)	41.01	46.30	44.12	14.21
利润总额 (亿元)	10.72	19.25	14.30	2.00
EBITDA (亿元)	78.71	43.31	38.86	--
经营性净现金流 (亿元)	48.47	52.25	49.74	20.72
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	32.55	48.44	15.69	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比 (%)	97.79	104.10	86.13	103.50
营业利润率 (%)	41.20	39.61	39.35	52.08
总资本收益率 (%)	2.62	0.99	0.90	--
净资产收益率 (%)	0.92	1.57	0.98	--
长期债务资本化比率 (%)	58.23	60.07	54.40	55.29
全部债务资本化比率 (%)	60.16	61.75	57.61	58.80
资产负债率 (%)	63.01	65.17	61.32	62.09
流动比率 (%)	496.17	455.14	379.04	383.25
速动比率 (%)	496.17	455.14	379.04	383.25
经营现金流流动负债比 (%)	15.73	13.48	10.37	--
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.35	0.25	0.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.38	4.02	2.74	--
全部债务/EBITDA (倍)	19.29	39.77	43.15	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 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

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 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 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。