信用等级公告

联合[2018] 2141 号

联合资信评估有限公司通过对广西交通投资集团有限公司及其相关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 桂交投 MTN001”和“18 桂交投 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广西交通投资集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 桂交投 MTN001	15 亿元	2022-12-23	AAA	AAA
17 桂交投 MTN001	15 亿元	2022-12-07	AAA	AAA
18 桂交投 MTN001	15 亿元	2021-03-19	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	85.08	94.64	85.62	109.17
资产总额(亿元)	1921.68	2116.85	2293.28	2378.31
所有者权益(亿元)	600.88	625.70	656.81	670.32
短期债务(亿元)	132.89	106.24	97.26	84.48
长期债务(亿元)	1043.90	1212.22	1380.56	1466.02
全部债务(亿元)	1176.79	1318.46	1477.83	1550.50
营业收入(亿元)	194.36	175.75	211.12	55.24
利润总额(亿元)	9.74	11.67	11.73	4.75
EBITDA(亿元)	44.22	40.61	52.29	--
经营性净现金流(亿元)	20.67	29.04	31.87	8.22
营业利润率(%)	19.87	20.66	21.62	24.23
净资产收益率(%)	0.77	1.15	1.02	--
资产负债率(%)	68.73	70.44	71.36	71.82
全部债务资本化比率(%)	66.20	67.82	69.23	69.82
流动比率(%)	126.89	119.93	113.70	135.97
经营现金流动负债比(%)	7.65	10.83	12.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.57	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.61	32.47	28.26	--

注：1.2018 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。

分析师

杨明奇　　张 勇

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

评级观点

广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）是广西壮族自治区内主要的高速公路投资建设和运营管理平台。跟踪期内，公司在资金注入和债务置换等方面得到政府的持续支持；资产及权益规模稳步增长，高速公路通行费收入增幅较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司整体盈利能力较弱、债务负担较重、未来投资规模大等不利因素对公司信用水平造成的影响。

随着广西壮族自治区经济的稳步发展，通车流量增长，路网效应不断完善以及公司多元化运营的推进，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桂交投MTN001”和“18桂交投MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司区域及行业地位突出，在资金注入和债务置换等方面得到政府的持续支持。
2. 跟踪期内，公司运营收费公路总里程不断增长，通行费收入增幅较大。
3. 公司所辖高速公路通行收费期限长，公司未来现金流有所保障。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模进一步增长，债务负担较重，且在建项目投资规模较大，未来仍面临较大的对外融资压力。
2. 跟踪期内，公司继续对应收款项计提较高的坏账准备，对利润形成一定侵蚀，回收情况仍有一定不确定性，需关注未来应收款项的回收情况。
3. 广西自治区政府计划将公司部分政府还贷

高速公路项目陆续划入广西高速公路还贷运营管理中心，到 2017 年底已完成隆林至百色、宜州至河池段高速公路划转工作；未来划转计划暂未明确。

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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广西交通投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，联合资信评估有限公司按照广西交通投资集团有限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，广西交通投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权结构和主营业务范围未发生变化。截至2018年3月底，公司注册资本300亿元，广西壮族自治区国资委（以下简称“广西国资委”）为公司实际控制人。

截至2018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15个职能部门；合并范围内共有72家子公司；其中，公司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2017年底，公司资产总额2293.28亿元，所有者权益656.81亿元（含少数股东权益71.17亿元）；2017年，公司实现营业总收入211.12亿元，利润总额11.73亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额2378.31亿元，所有者权益670.32亿元（含少数股东权益72.71亿元）；2018年1~3月，公司实现营业总收入55.24亿元，利润总额4.75亿元。

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。

三、存续期债券及其募集资金使用情况

公司于2015年12月发行“15桂交投MTN001”15.00亿元，发行期限7年，按年付息，到期还本；募集资金用于偿还公司银行借款本息和补充子公司营运资金。

公司于2017年12月发行“17桂交投MTN001”15.00亿元，期限3+2年，设置了发行人调整票面利率和投资人回售选择的条款；募集资金用于偿还公司到期债务本息和高速公路项目建设。

公司于2018年3月发行“18桂交投MTN001”15.00亿元，期限3年；募集资金用于偿还公司到期债务本息。

表1　公司存续债券概况

债券简称	债券余额	起息日	债券期限
15桂交投MTN001	15亿元	2015-12-23	7年
17桂交投MTN001	15亿元	2017-12-07	3+2年
18桂交投MTN001	15亿元	2018-03-19	3年

资料来源：联合资信根据公司存续债券发行信息整理

截至本报告出具日，公司上述存续债券募集资金已经全部使用完毕，“15桂交投MTN001”已经按时足额付息，“17桂交投MTN001”和“18桂交投MTN001”尚未到达付息日。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国

家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 高速公路行业

（1）行业发展概况

根据交通运输部发布的《2017年交通运输行业发展统计公报》，2017年底，全国公路总里程达477.35万公里，比上年末增加7.82万公里，公路密度49.72公里/百平方公里，同比提高0.81公里/百平方公里；2017年底中国高速公路通车里程达13.65万公里，比上年末增加0.65万公里；国家高速公路10.23万公里，同比增加0.39万公里。2017年底高速公路通车里程在全国公路总里程中占比为2.86%，同比提升0.07个百分点。

2017年全国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%，增速较2016年（3.6%）明显提升。高速公路通车里程在中国公路总里程中占比小，但投资规模大，2017年投资规模占公路建设投资的43.56%。

从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足部分运输需求，随着中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区经济持续发展，“一带一路”等国家战略带动东部和中西部地区互联互通，临近省（区）之间及同区域间联系的加密，各地对高速公路的需求仍大。2017年国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》指出：到2020年，全国高速公路建成里程要达到15万公里，加快推进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；有序发展地方高速公路并加强高速公路与口岸的衔接。未来中国仍有较大规模的高速公路建设需求，高速公路行业未来投资规模仍较大。

公路运输经济运行状况与GDP增速、行业供需等高度相关。2017年，受高铁线路开通等因素影响，旅客运输指标延续2016年下滑趋势；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，公路货运指标保持较为稳健的增长且增速进一步提升。2017年公路运输完成营业性客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，同比分别下降5.6%、4.5%；完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，同比分别增长10.3%、9.3%，延续上升趋势且增幅提升明显。

（2）行业政策

2015年7月，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订征求意见稿，拟对高速公路收费期限、收费标准等进行修改，若审议通过，意见稿中提出的政府还贷高速公路期限满后可继续收费、经营性高速公路最长收费期限延长至30年（投资规模大、回报周期长的经批准可超过）等政策对于缓解高速公路投资运营企业偿债压力、促进企业可持续发展等有一定积极意义。目前，新的收费公路管理条例仍在审核修订中。

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）》，推出为新建政府收费公路而发行，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。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。

2. 广西经济发展概况

根据广西壮族自治区统计局网站信息，2017年，广西壮族自治区经济完成区域生产总值20396.25亿元，按可比价计算，同比增长7.3%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重为14.2%、45.6%和40.2%，第三产业占比有所上升，而第二产业仍为区域支柱产业。

2017年，自治区完成固定资产投资（不含农户）19908.27亿元，比上年增长12.8%。基础设施建设投资6722.28亿元，比上年增长13.7%。5000万元以上在建重大项目完成投资6695.89亿元，比上年增长35.5%。固定资产投资到位资金19724.35亿元，比上年增长10.2%，其中，国家预算内资金1954.54亿元，增长17.1%；国内贷款2657.52亿元，增长21.9%；自筹资金11918.95亿元，增长4.5%；其他资金3119.97亿元，增长21.5%。

2017年，自治区财政收入2604.21亿元，比上年增长6.1%；一般公共预算收入1615.03亿元，增长3.8%，其中税收收入1057.59亿元，比上年增长2.1%；非税收入557.44亿元，增长7.2%。全区一般公共预算支出4912.89亿元，比上年增长10.6%。其中，民生支出总额3996.26亿元，增长13.7%，占一般公共预算支出的比重达81.3%。民生支出中，扶贫支出增长53.4%，城乡社区事务支出增长48.0%，科学技术支出增长34.1%，社会保障和就业支出增长24.7%。

截至2017年底，财政部核定广西自治区政府债务限额5312.8亿元，其中一般债务限额3329.6亿元，专项债务限额1292.54亿元。2017年底，全区政府债务余额约4836.72亿元，较2016年底的4638.18亿元有所增长；其中一般债务3049.68亿元，专项债务1787.04亿元。整体看，广西政府债务余额控制在政府债务限额范围以内，但相比自治区财政收入，地方政府债务余额偏高。

总体看，广西自治区区域经济水平持续增长，固定资产投资力度不断加大，财政实力进一步增强；但广西支柱行业仍以传统产业为主，2016年后经济增速有所放缓，在经济下行期间税收增幅也有所降低，地方财政自给程度较低，地方政府债务负担偏重。

六、基础素质分析

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。公司运营收费公路总里程 3582.12 公里，其中高速公路收费里程3514.39 公里，约占广西高速公路通车总里程的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，区域规模实力较强，在广西高速公路网中居主

导地位。

依托高速公路投资与经营业务，公司同时发展成品油销售、贸易物流业等领域，在一定程度上为公司多元化发展提供了基础保障，对公司营业收入起到有效的补充作用。

跟踪期内，公司继续在资金注入和政府债务置换等方面了获得了政府较大支持。2017 年，公司收到车购税资金 25.64 亿元，收到广西自治区财政厅拨入崇水高速公路、新柳南高速公路项目资本金 7.24 亿元，收到崇左市、江州区、龙州县人民政府下拨的森林植被恢复费及征地拆迁款作为国家资本金 2.23 亿元，均体现在“资本公积”科目。

2017 年，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 114.09 亿元，置换债券的平均利率约为 2.77%。公司预计 2018 年继续置换 9.72 亿元，截至报告出具日已完成政府债务置换 8.50 亿元。

总体看，跟踪期内公司继续保持广西壮族自治区内高速公路建设运营的重要地位，自治区政府通过资金注入和政府债务置换等方式给予了公司大力支持，有效充实了公司资本实力并降低了资金成本。

七、管理分析

根据公司于2017年9月发布的《广西交通投资集团有限公司董事、总经理发生变动的公告》，公司原总经理刘可先生因工作调动，不再担任公司董事、总经理职务。截至本报告出具日，公司总经理尚未到任。

跟踪期内，公司对全面预算管理、财务管理、资金管理和应急预案、重大投资管理、融资管理、项目招投标管理等管理制度进行了部分调整和修订，进一步完善了公司管理制度。

八、重大事项

1．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），广西政府授权公司对其下 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“收费还贷中心”），划转后的路产所有权全部转移至收费还贷中心，广西政府授权公司对收费还贷中心进行经营管理及监督，收费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 2124 亿元，涉及主线规模 2938 公里，其中已于 2017 年前交工的项目 20 个，涉及总投资 1425 亿元。

根据公司 2017 年 3 月发布公告，隆林至百色段高速公路已划转至还贷中心。划转后公司合并财务报表资产、负债和所有者权益分别减少 125.07 亿元、108.83 亿元和 16.24 亿元，分别占划转前对应项目金额的 6.51%、8.24%和 2.70%，但对公司盈利水平呈正面影响。按照《广西区人民政府关于成立广西高速公路运营管理中心有关事项的批复》（桂政函[2014]197 号），公司对收费还贷中心进行经营、管理和监督。根据公司 2017 年 8 月发布的公告，公司已完成宜州至河池路段的划转工作，本次资产划转后，公司资产、负债和净资产将分别减少 47.11 亿元、39.12 亿元和 7.99 亿元，分别占划转前对应项目金额的 2.23%、2.62%和 1.28%。

表 2　公司路产划转情况（单位：亿元）

路产名称	划转日期	划转基准日	资产	权益
隆林至百色	2017/03/17	2016/01/01	125.07	16.24
宜州至河池	2017/08/10	2017/01/01	47.11	7.99

资料来源：联合资信根据公司公告整理

总体看，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；为避免短期内发生大规模路产划转，公司已做出相关承诺确保划转事项不会对公司资产规模、盈利能

力造成重大不利影响。同时，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。

2．金丹矿业资产划出

2018 年 1 月 3 日，根据《广西交通投资集团有限公司关于完成广西金丹矿业有限公司股权无偿划转相关事项的公告》，公司将广西金丹矿业有限公司（以下简称“金丹矿业”）100%股权无偿划转至南丹县人民政府，股权划转相关协议已经签订完毕，营业执照已完成变更登记，股权划转工作已经完成。

本次股权划转完成后，公司合并报表范围内将不再包含金丹矿业，公司资产减少 13.06 亿元，占 2016 年底资产总额 0.62%，净资产减少 13.06 亿元，占 2016 年底净资产的 2.09%。

总体看，金丹矿业股权划转对公司资产总额和净资产影响不大，同时金丹矿业处于亏损状态，划转后对公司的盈利水平产生一定正面影响。

九、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事高速公路建设、运营与管理，围绕这一主业，公司同时发展成品油、商贸物流及其他业务。2017 年，公司实现主营业务收入 207.69 亿元，同比增长 21.03%，主要系通行费、成品油和商贸物流收入增长所致。

分业务板块看，2017 年公司通行费收入同比大幅增长 27.73%，主要系受宏观经济回暖、新路段正式通车、超限运输车辆行驶公路管理新政出台部分车辆不符合减免政策致使通行费收入增加；随着工业形势回暖、对成品油的需求增加，油品销售价格提升，以及自营加油站的增加，公司 2017 年油品销售收入较 2016 年增长 23.34%至 46.63 亿元；商贸物流业务主要为大宗建材、矿产品和其他物流贸易，2017 年随着工业形势回暖及高速公路对大宗建材需求增加，公司商贸物流收入较上年增加。公司其他收入仍相对较小，主要为房地产销售收入、金融业务的利息净收入等。

从毛利率看，2017 年公司通行费板块毛利率较上年略有减少 2.59 个百分点，主要系以租入方式直接运营的隆林至百色、宜州至河池路段毛利率较低，以及公司对高速公路按照车流量法计提折旧，随着车流量的增加，折旧金额的增长率高于路段通行费收入增长速度所致；随着油品销售价格的回升，公司 2017 年的成品油销售业务毛利率较上年有所提高；商贸物流毛利率较上年略有提高。2017 年，公司主营业务毛利率为 22.22%，较上年提高 0.99 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 53.89 亿元，收入构成较 2017 年变化不大；公司毛利率 23.99%，较 2017 年全年水平小幅上升。

总体看，跟踪期内受宏观经济回暖等因素影响，公司通行费收入、成品油、商贸流通等核心业务收入较上年均有较大增长；毛利率与上年基本持平，整体经营状况良好。

表 3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
通行费	46.88	27.32	61.90	59.88	28.83	59.31	17.25	32.00	60.23
成品油	37.84	22.05	7.61	46.63	22.45	9.26	12.92	23.97	6.19
商贸物流	78.09	45.50	1.49	92.00	44.30	2.45	22.53	41.80	3.81
其他收入	8.80	5.13	38.44	9.18	4.42	44.37	1.20	2.22	73.67
合计	**171.60**	**100.00**	**21.23**	**207.69**	**100.00**	**22.22**	**53.89**	**100.00**	**23.99**

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

公司主要从事高速公路建设、运营与管理等业务。截至 2018 年 3 月底，公司运营收费公路共计 36 条，其中由公司本部直接经营管理的路产 14 条，由公司下属子公司间接管理的路产 22 条；公司通车路段中政府还贷性高速公路有 30 条，经营性高速公路 6 条。主要高速路段是国家高速公路规划网的重要组成部分，主要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。

收费公路经营情况

截至 2018 年 3 月底，公司运营收费公路总里程 3582.12 公里，其中高速公路收费里程 3514.39 公里，约占广西高速公路通车总里程的 66%。2017 年，收费公路（含试运营路段）实现通行费收入 82.47 亿元，同比增长 20.33%；其中原有路段通行费增幅贡献 17.58%，新增收费公路三江至柳州、岑溪至水汶和梧州至柳州通行费贡献 2.76%。

表 4 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 1~3 月
期末收费总里程	3214.43	3582.12	3582.12
当期日均通行量	257200	272222	346784
当期通行费收入	68.53	82.47	22.11

资料来源：公司提供

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。

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。

2017 年，宜州至河池、六寨至河池、玉林至铁山港、靖西至那坡 4 条路段结束试运营；2018 年 1~3 月，钦州至崇左、河池至都安 2 条路段结束试运营。截至 2018 年 3 月底，公司正式运营的路段收费里程累计 2283.60 公里，较 2016 年底增加 622.50 公里。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，2017 年公司确认通行费收入 59.88 亿元，同比增长 27.73%；日均通行量 214938 辆次，同比增长 7.53%。

表 5 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 1~3 月
期末收费总里程	1661.10	2061.72	2283.60
当期日均通行量	199891	214938	279857
当期通行费收入	46.88	59.88	17.25

资料来源：公司提供

近年来，广西自治区高速公路建设投资规模持续增长，公司下辖高速公路项目相继投产运营，但由于尚未完成竣工结算，大量路段处于试运营期间。公司根据相关法律法规要求在（部分）路段试运营期间结束后，公司根据自身经营情况和路产盈利情况选择转入正式运营或向政府申请将其中运营效益欠佳路段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”），再由公司通过租赁的方式进行经营。

跟踪期内，由于试运营路段经营情况良好，部分路段开始正式运营，公司试运营路段通车里程持续下降，截至 2018 年 3 月底为 1298.52 公里。2017 年，公司试运营路段产生通行费 22.59 亿元，日均车流量 57284 辆次，均较上年变化不大。从单公里通行费角度考虑，2017 年试运营路段单公里通行费收入为 148.57 万元/公里，高于 2016 年 139.40 万元/公里，但较正式运营路段的 290.42 万元/公里有较大差距。

表 6 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 1~3 月
期末收费总里程	1553.33	1520.40	1298.52
当期日均通行量	57309	57284	66927
当期通行费收入	21.65	22.59	4.86

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内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，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，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大，未来正式运营后对公司营业收入的增长形成有力支撑。

收费期限

公司运营高速公路的整体剩余经营期限较长，未来三年内公司预计将有 4 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，以及未来新收费管理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 7　公司未来三年内收费权到期的公路明细

序号	路段	所属高速	收费年限	收费起始日期	收费截至日期	运营方式	公路性质
1	灵川至临桂	泉南高速 G72	20 年	2000.05.10	2020.05.09	直接运营	收费还贷
2	柳州至小平阳	泉南高速 G72	20 年	1998.12.08	2018.12.07	直接运营	收费还贷
3	宾阳至南宁	泉南高速 G72	20 年	1999.10.01	2019.09.30	直接运营	收费还贷
4	宜州至柳州	汕昆高速 G78	20 年	2000.12.30	2020.12.29	直接运营	收费还贷

资料来源：公司提供

收费公路建设与养护

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；公司经营管理的高速公路中修工程和大修工程则由广西宏冠工程咨询有限公司负责招标实施。

2017 年，公司公路养护（小修保养工程）支出为 2.91 亿元，较上年减少 0.34 亿元。跟踪期内，公路养护支出占公司营业成本比重较小，对公司利润水平影响不大。

公司高速公路建设由子广西宏冠工程咨询有限公司以公开招标方式确定土建、房建、机电及监理的实施单位。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，其中项目资本金占 25%~40%，包括中央车辆购置税专项资金和各级地市财政出资部分。

截至 2018 年 3 月底，公司在建高速公路共计 13 条，建设里程合计 1343.40 公里，计划总投资额合计 1201.50 亿元，累计已完成投资 487.54 亿元，尚需投资 713.96 亿元，其中 2018 年及 2019 年分别计划投资 255.54 亿元和 203.37 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司收尾项目 22 个，建设里程合计 2007.69 公里，合计总投资 1148.50 亿元，累计已完成投资 1175.68 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司纳入规划的拟建项目 4 个，分别为桂林至柳州高速公路改扩建、南宁至友谊关高速公路吴圩收费站改扩建工程、六景至钦州港新建栾城大桥工程和泉南高速那容至南宁东收费站段改扩建工程，建设里程合计 109.26 公里，总投资合计 106.71 亿元。整体看，公司未来在建及拟建工程的投资规模较大，面临较大资金压力。

（2）成品油销售

公司成品油销售业务收入主要来源于全资子公司广西交通实业有限公司（以下简称“实业公司”）的控股子公司。截至 2018 年 3 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（以下简称“高速石化”）和广西通祥石油有限公司（以下简称“通祥公司”），实业公司的持股比例均为 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，持股比例分别为 40.00%、29.50%和 45.00%。

截至 2018 年 3 月底，公司共拥有加油站 174 座，其中在运营 160 座，在建 14 座。在运营的加油点中，2 家控股子公司（高速石化、通祥公司）经营合计 82 座，3 家参股公司经营加油点合计 75 座，另有自营的加油点 3 座。

公司成品油销售业务的盈利模式仍主要是

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。2017 年，受工业形势回暖，油价上涨等因素影响，公司成品油销售收入较上年增长 23.24%。同时，受益于公司对该板块成本控制工作效果的显现，以及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，成品油板块毛利率不断提升。

总体看，跟踪期内公司成品油销售收入较上年有所增长，且利润空间有所扩大，但考虑到国内油价波动较大，未来成品油销售业务仍可能有一定不确定性。

（3）商贸物流

商贸物流板块收入主要来自子公司实业公司、商贸公司和五洲交通，经营产品主要是钢材、沥青等大宗建材和矿产品等。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。公司贸易业务品类仍主要为大宗建材，盈利模式仍主要为购销价差，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。

2017 年，公司商贸物流业务前 5 名供应商采购金额合计 52.01 亿元，占采购总额的比重为 57.96%；前 5 名销售客户合计销售金额 48.88 亿元，占销售总额的比重为 53.13%；公司商贸物流业务供应商及客户前 5 名占比较上年有所下降，但供应商及客户集中度仍较高。

2017 年，公司商贸物流收入为 92.00 亿元，较上年增长 17.82%，主要来自矿产品收入的增长。其中，钢材销售收入 55.36 亿元，较上年下降 10.48%；沥青收入 11.15 亿元，较上年增长 24.96%；矿产品收入 16.06 亿元，较上年大幅增长 281.48%。2017 年，公司商贸流通业务毛利率为 2.45%，较上年提高 0.96 个百分点，但盈利水平仍较低。

总体看，公司贸易规模仍较大，为公司营业收入的主要构成部分；但贸易业务毛利率水平较低，对公司利润贡献不大；供应商及客户集中度较高。

（4）其他收入

公司其他收入仍主要来自房地产收入、金融业务带来的利息以及手续费和佣金收入等，以房地产业务收入为主。公司房地产业务主要由子公司五洲交通、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。金融业务主要来自子公司广西交通投资集团财务有限责任公司进行同业拆借所得的利息收入和南宁市聚兴小额贷款有限责任公司发放小额贷款取得的利息收入。

2017 年，公司房地产业务收入 6.42 亿元，同比下降 5.54%；金融收入为 1.84 亿元，同比增长 32.63%。

截至 2018 年 3 月底，公司主要房地产在售项目见下表，累计已投资 91.87 亿元，累计实现回款 35.92 亿元。公司部分项目（如五洲·半岛阳光等）位于三、四线城市，去库存压力较大，回款速度慢。

表 8　截至 2018 年 3 月末公司主要在售项目情况表（单位：亿元）

项目名称	项目类别	项目所在地	建设起止年份	总投资	已投资总额	已销售额	累计回款
南宁金桥农产品批发市场	商业办公	广西南宁	一期：2007~2011 年；二期：2012~2018 年	13.80	12.49	6.33	5.85
五洲国际	商业住宅	广西南宁	2009~2011 年	3.80	3.80	7.99	7.99
五洲·半岛阳光	商业住宅	广西百色	2013~2021 年	13.00	8.96	3.19	1.43
九个半岛项目	住宅	广西武鸣	2012~2022 年	26.87	16.81	12.97	10.99

钦州长岛花园	住宅	广西钦州	2012~2015 年	23.46	8.07	2.20	1.71
梧州红岭商业街 AB 地块	住宅	广西梧州	2012~2022 年	53.32	25.26	4.73	4.12
桂林临桂新区中心区地块	住宅	广西桂林	2014~2019 年	11.00	5.36	2.24	2.05
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	2017~2021 年	33.72	11.12	3.93	1.78
合计	--	--	--	**178.97**	**91.87**	**43.58**	**35.92**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建房地产项目包括五洲 •半岛阳光、梧州市红岭 ZS-02-17 和 18 号地块、九个半岛、五象新区集团南宁总部基地、桂林临桂新区中心地块、三祺和顺园和玉林绿地城项目，总投资额合计 139.31 亿元，已完成投资 47.88 亿元。公司房地产业务未来所需投资额度较大，考虑到公司前期开发项目的资金回笼效率一般，公司后续房地产开发存在较大资金需求。

土地储备方面，截至 2018 年 3 月底，公司房地产开发储备土地 3014.99 亩，主要位于钦州市、来宾市、贺州市、防城港市等，地块位置一般；土地出让金合计 28.74 亿元，已缴纳 27.01 亿元。

总体看，房地产业务收入占公司总收入比重较低，且公司部分房产项目面临去库存压力，资金回笼缓慢，公司在建房地产项目尚需投资较大，且房地产业务受行业景气度影响较大，未来经营具有不确定性。公司金融业务收入增幅较大，且金融业务毛利率较高，是公司盈利的有力补充。

3. 未来发展

公司以“广西一流，东盟知名”为发展愿景，以公路投资建设为重点，以路产运营和资本管理为主线，做大做强主业。同时，依托集团公司优势，以产业联系为基础，形成以高速公路为核心的交通基础设施业务、高速公路衍生业务、房地产业务、现代物流业务等相互促进、共同发展的产业布局，推动公司的可持续发展。

整体看，公司未来发展方向明确，以高速公路建设、管理与运营为核心，逐步形成多元化的产业布局。总体看，公司整体实力有望进一步增强，但整体资本支出压力较大。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

从财务报表合并范围看，截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并报表范围子公司 72 家。跟踪期内，公司报表合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2017年底，公司资产总额2293.28亿元，所有者权益656.81亿元（含少数股东权益71.17亿元）；2017年，公司实现营业总收入211.12亿元，利润总额11.73亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 2378.31 亿元，所有者权益 670.32 亿元（含少数股东权益 72.71 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 55.24 亿元，利润总额 4.75 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 2293.28 亿元，同比增长 8.33%；公司资产中流动资产占 12.29%，非流动资产占 87.71%，公司资产结构以非流动资产为主。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	94.60	4.47	83.77	3.65	108.79	4.57
其他应收款	77.36	3.65	66.53	2.90	76.07	3.20
存货	82.11	3.88	92.18	4.02	103.24	4.34

流动资产	**321.50**	**15.19**	**281.93**	**12.29**	**318.70**	**13.40**
固定资产	368.83	17.42	503.86	21.97	644.21	27.09
在建工程	1241.57	58.65	1279.55	55.80	1188.08	49.96
无形资产	109.46	5.17	113.72	4.96	109.51	4.60
非流动资产	**1795.35**	**84.81**	**2011.35**	**87.71**	**2059.61**	**86.60**
资产总额	**2116.85**	**100.00**	**2293.28**	**100.00**	**2378.31**	**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

2017 年底，公司流动资产 281.93 亿元，同比下降 12.31%，主要系货币资金和其他应收款减少所致；流动资产主要由货币资金（占比 29.71%）、应收账款（占比 6.47%）、其他应收款（占比 23.60%）和存货（占比 32.70%）构成。

2017 年底，公司货币资金 83.77 亿元，同比下降 11.45%；其中银行存款占 97.93%；公司货币资金中包括受限资金 6.09 亿元，占货币资金的 7.26%，对其使用效率影响较小。

2017 年底，公司应收账款账面余额 22.53 亿元，主要以贸易板块应收货款为主。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 4.39 亿元，计提坏账准备 4.07 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款合计 18.05 亿元，其中路内贸易业务组合 9.97 亿元（占比 55.24%），计提坏账准备 0.11 亿元。从集中度来看，欠款单位前 5 名为广西壮族自治区高速公路管理局、北海诚德镍业有限公司、广西辉煌交通石化有限公司、柳州辉昱钢铁国际贸易有限公司和广西长实贸易有限公司，合计 9.68 亿元，占应收账款的 42.97%，集中度一般。截至 2017 年底，公司应收账款账面净额 18.25 亿元，同比减少 3.59%，公司计提坏账准备 4.28 亿元，计提比例为 18.98%。整体看，跟踪期内，公司应收账款欠款单位主要为公司下游钢铁、商贸类企业，受宏观经济影响较大，公司应收账款存在一定的回收风险。

2017 年底，公司其他应收款账面余额 80.71 亿元，其中应收政府部门款项合计 58.75 亿元。从计提坏账准备的种类来看，单项计提坏账准备的其他应收款 15.61 亿元，计提坏账准备 13.99 亿元（计提比例为 89.63%），其中存在部分无法收回的款项合计 0.15 亿元，已 100%计提坏账准备。截至 2017 年底，公司其他应收款净额 66.53 亿元，较上年减少 14.00%，主要对还贷中心的往来款、应收南宁市财政局的路产移交补偿款、对广西堂汉锌锢股份有限公司的借款减少等所致；公司其他应收款欠款单位前 5 名占合计数的 68.77%，集中度高；坏账准备余额 14.18 亿元，计提比例为 17.57%。总体看，公司其他应收款规模大，对公司资金占用明显。此外，公司由于诉讼、纠纷或预计无法收回等原因计提坏账准备的应收账款和其他应收款金额较大，存在一定回收风险。

2017 年底，公司存货账面原值 94.11 亿元，较上年增长 14.48%；公司存货主要以房地产开发成本（占比 84.52%）和房地产开发产品（占比 10.07%）为主。2017 年，公司对存货中原材料、库存商品、房地产开发成本及产品合计计提跌价准备 1.94 亿元；2017 年底，公司存货账面价值 92.18 亿元。

2017 年底，公司一年内到期的非流动资产 10.63 亿元，其中委托贷款 5.42 亿元、理财产品 3.90 亿元、1 年内到期的持有至到期投资 1.31 亿元；同期，公司其他流动资产 4.95 亿元，主要包括理财产品 3.32 亿元。

非流动资产

2017 年底，公司非流动资产 2011.35 亿元，同比增长 12.03%，主要系在建工程、固定资产增长所致；公司非流动资产以固定资产（占比 25.05%）、在建工程（占比 63.62%）和无形资产（占比 5.65%）为主。

公司固定资产以高速公路资产为主。2017 年底，公司固定资产账面原值 586.96 亿元，以公路及构筑物（占比 93.45%）为主。2017 年底，公司固定资产累计折旧和减值准备分别为 83.08 亿元和 0.02 亿元，成新率为 85.84%，成新度较高。2017 年底，公司固定资产账面价值合计 503.86 亿元，较上年增长 36.61%，主要系

靖西至那坡、六寨至河池项目由在建工程转入所致。

2017 年底，公司在建工程 1279.55 亿元，较年初增长 3.06%，以公路建设工程为主，占 96.89%。公司未计提减值准备。

2017 年底，公司无形资产 113.72 亿元，较年初增长 3.90%，主要系公路土地使用权增加所致；无形资产主要由土地使用权（占比 55.90%）、桂柳路特许经营权（占 13.96%）、BOT 特许经营权（占 19.27%）和公路特许经营权（占 19.27%）构成；累计摊销余额为 27.65 亿元，未计提减值准备。

2017 年底，公司受限资产合计 31.26 亿元，主要系 6.09 亿元货币资金和 24.27 亿元投资性房地产。此外，公司将在建设的 8 条（段）政府还贷高速公路、已运营的 28 条（段）高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，2017 年底公司长期借款中质押借款的账面余额为 892.80 亿元，质押借款余额较高，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。

2018 年 3 月底，公司资产总额为 2378.31 亿元，较上年增长 3.71%；其中，流动资产占 13.40%，非流动资产占 86.60%，较 2017 年底变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司新建高速公路项目增加，资产规模增长明显，以非流动资产为主，符合高速公路投资建设公司特性。公司资产以在建和已建成高速公路为主，流动性较弱，其他应收款对资金形成占用；并且存货规模较大，以房地产开发成本为主，变现能力受施工进度及销售进度影响具有不确定性，影响资产流动性且2017年对房地产开发成本及产品计提跌价准备，公司整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益 656.81 亿元，同比增长 4.97%，主要系资本公积增加所致；其中，归属于母公司的所有者权益占 89.16%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 51.23%，资本公积占 41.27%，其他权益工具占 1.71%，盈余公积占 0.05%，未分配利润占 4.86%。归属母公司所有者权益中以实收资本和资本公积为主，稳定性良好。

2017 年底，公司资本公积 241.71 亿元，同比增加 22.65 亿元，其中收到车购税资金 25.64 亿元、收到广西自治区财政厅拨入的崇水高速公路、新柳南高速公路项目资本金 7.24 亿元，资本公积减少主要系无偿划转出宜州至河池路的资产负债减少资本公积 7.99 亿元、无偿划转出金丹矿业有限公司 100%股权减少资本公积 9.93 亿元。2017 年底，公司未分配利润 28.48 亿元，较年初增长 6.69%，主要来自本年利润的结转。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 670.32 亿元，较上年增长 2.06%，公司所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内公司继续获得较高金额的中央车购税、高速项目资本金等，资本实力进一步充实；归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

负债

2017 年底，公司负债总额 1636.47 亿元，同比增长 9.75%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占 15.15%，非流动负债占 84.85%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 247.96 亿元，同比下降 7.50%，主要系短期借款减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 12.68%）、应付账款（占比 11.26%）、其他应付款（占比 41.06%）和一年内到期的非流动负债（占比 25.68%）构成。

2017 年底，公司短期借款 31.45 亿元，同比下降 37.33%，主要系到期偿还且新增借款较少所致，公司短期借款以信用借款为主（占比 95.29%）；应付账款 27.93 亿元，与上年基本持平，主要是未结算支付的工程款，其中账龄

1 年以内的占 81.98%;其他应付款 101.82 亿元，同比下降 10.09%，主要系押金、往来款等减少所致；其中账龄超过 1 年的重要其他应付款账面价值合计 34.85 亿元，主要为项目合作款、未到保质期的质保金等；一年内到期的非流动负债 63.67 亿元，较年初大幅增加 43.39 亿元，主要系长期借款和债券即将到期转入所致。

2017 年底，公司非流动负债 1388.51 亿元，同比增长 13.52%，主要系长期借款和长期应付款增长所致；非流动负债主要由长期借款（占比 73.48%）、应付债券（占比 8.25%）、长期应付款（占比 17.70%）构成。

2017 年底，公司长期借款 1020.27 亿元，同比增长 4.38%，以质押借款为主；2017 年底，公司应付债券 114.49 亿元，同比增长 9.60%，主要系 2017 年新发行公司债券及中期票据所致；长期应付款 245.80 亿元，同比大幅增长 86.68%，主要系新增国债转贷款、政府债务置换款所致；公司长期应付款均为广西交通厅—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。

2018 年 3 月底，公司负债总额为 1707.99 亿元，较上年底增长 4.37%；其中，流动负债占比为 13.72%，非流动负债占比为 86.28%，负债结构较 2017 年底变化不大。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
短期债务	106.24	97.26	84.48
长期债务	1212.22	1380.56	1466.02
全部债务	1318.46	1477.83	1550.50
长期债务资本化比率	65.96	67.76	68.62
全部债务资本化比率	67.82	69.23	69.82
资产负债率	70.44	71.36	71.82

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 1477.83 亿元，同比增长 12.09%；其中短期债务和长期债务分别占比 6.58%和 93.42%。2018 年 3 月底，公司全部债务 1550.50 亿元，较上年底增长 4.92%，其中短期债务和长期债务占比分别为 5.45%和 94.55%。

从债务指标看，2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.36%、69.23%和 67.76%，较上年底均有所上升。2018 年 3 月底，上述三项指标较 2017 年底变化不大，分别为 71.82%、69.82%和 68.62%。

2017 年 11 月公司向厦门国际信托有限公司借入无固定期限的可续期信托贷款 10 亿元，该贷款分两笔发放，第一笔 5 亿元期限为 1+N 年，第二笔 5 亿元期限为 2+N 年，公司可选择利息递延支付，可选择续期，公司将其计入所有者权益项下的其他权益工具，期末余额为 10 亿元。若将其计入负债和债务核算，则公司债务负担略有加重。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模有所增长，且长期债务占比明显上升，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。

4. 盈利能力

商贸物流、成品油及通行费收入仍是公司收入的重要来源。2017年，受随着经济回暖，通行费及成品油等收入上涨，以及贸易业务规模及收入扩大等影响，公司实现营业收入211.12亿元，较上年增长20.12%。

跟踪期内，公司融资规模仍保持快速增长，公司期间费用维持高位。2017年，公司期间费用为28.51亿元，占营业收入的13.50%，较2016年有所增长。

2017年，公司实现利润总额11.73亿元，较上年增长0.59%。2017年，公司确认资产减值损失9.33亿元，较2016年小幅下降，主要来自坏账损失（3.77亿元）、存货跌价损失（1.88亿元）和商誉减值损失（2.92亿元）。2017年，公司公允价值变动收益为0.33亿元，较上年的2.12亿元大幅减少，主要系投资性房地产公允价值增值

较上年降低所致；公司投资收益为1.79亿元，较上年增长9.22%，主要来自长期股权投资权益法核算以及持有至到期投资持有期间产生的收益。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率21.62%，较上年有所上升；同期，总资本收益率及净资产收益率分别为1.27%和1.02%。公司整体盈利能力较弱。

2018年1~3月，公司实现营业收入55.24亿元，较去年同期下降6.86%；利润总额4.75亿元，营业利润率24.23%。

跟踪期内，随着经济回暖，通行费及成品油等收入上涨，公司营业收入大幅增长，但整体盈利能力仍较弱。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改善。

5. 现金流分析及保障

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入量为225.19亿元，较上年增长13.35%，主要系通行费、成品油销售等业务收款金额提高所致；经营活动现金流入量仍主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2017年为218.55亿元，较上年增长13.19%。同期，公司经营活动现金流出量为223.33亿元，较上年增长13.89%，主要系各项业务的经营支出较上年提高所致。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为31.87亿元。2017年，公司现金收入比103.52%，较2016年下降6.34个百分点，公司收入实现质量仍保持在较好水平。

从投资活动来看，2017年公司投资活动现金流入量为16.92亿元，较上年下降47.33%，主要由于2016年公司移交外环路产和出售股权收到大量现金，但为一次性现金流入，在2017年未发生类似经济事项；同期，公司投资活动现金流出量为225.61亿元，较上年增长3.46%，仍主要是投资建设高速公路项目支付资金。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-208.70亿元。2017年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-176.83亿元，公司投资规模较大，对外融资需求较大。

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。2017年，公司筹资活动现金流量净额为164.10亿元。

2018年1~3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为8.22亿元、-55.04亿元和71.11亿元。2018年1~3月，公司现金收入比为126.19%，较2017年明显提升。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模保持稳定，收入实现质量较好，但考虑到公司投资建设规模大，资金支付压力大，债务规模有所增加，公司对外融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 113.70%和 76.52%。2018 年 3 月底，公司上述两项指标分别升至 135.97%和 91.92%。2017 年，公司经营现金流动负债比为 12.85%。2018 年 3 月底，公司现金类资产 109.17 亿元，是短期债务的 1.29 倍。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 52.29 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数为 0.81 倍；公司全部债务/EBITDA 为 28.26 倍。考虑到高速公路行业投资大、回收期长的特征，以及公司为广西壮族自治区内重要的高速公路投资运营公司，在政策和资金方面得到政府的有力支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司获得行授信总额度 2497.24 亿元，已使用授信额度 1343.73 亿元，尚未使用额度为 1153.51 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司子公司五洲交通股份有限公司为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2018年3月底，公司对外担保余额78.13亿元，担保比率11.66%，为对广西自治区交通运输厅的担保，期限10年。考虑到广西自治区交通

运输厅系自治区政府组成部门，属于行业主管部门，公司代偿风险低。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，公司担保比率低，或有负债风险较小。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司存续债券“15桂交投MTN001”“17桂交投MTN001”和“18桂交投MTN001”余额合计45.00亿元。

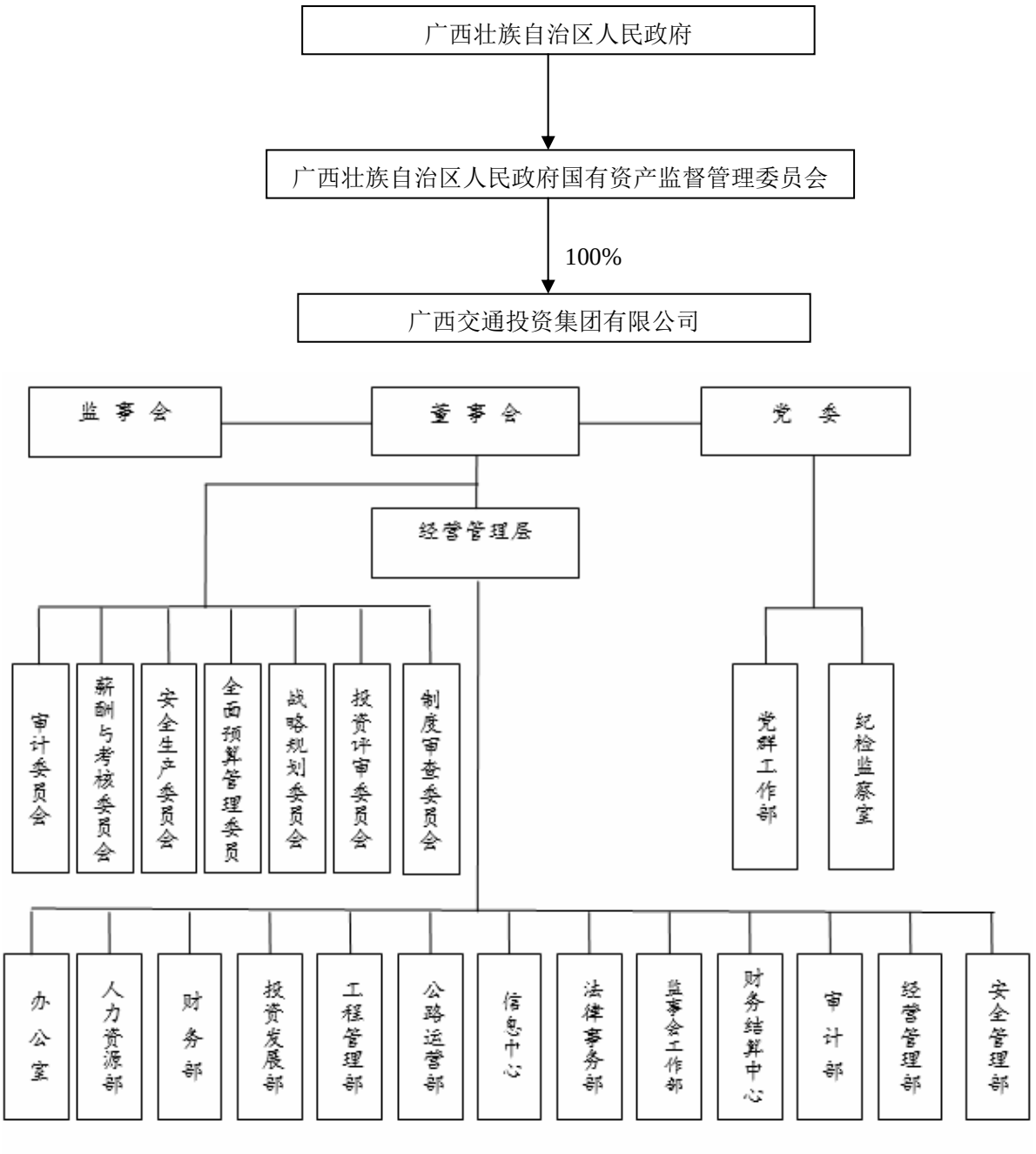
2017年，公司经营活动产生的现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为225.19亿元、31.87亿元和52.29亿元，分别为公司上述存续债券余额合计金额的5.00倍、0.71倍和1.16倍。

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA对“15桂交投MTN001”“17桂交投MTN001”和“18桂交投MTN001”保障能力强，经营活动现金流净额对上述债券保障能力一般。

十二、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桂交投MTN001”和“18桂交投MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	85.08	94.64	85.62	109.17
资产总额(亿元)	1921.68	2116.85	2293.28	2378.31
所有者权益(亿元)	600.88	625.70	656.81	670.32
短期债务(亿元)	132.89	106.24	97.26	84.48
长期债务(亿元)	1043.90	1212.22	1380.56	1466.02
全部债务(亿元)	1176.79	1318.46	1477.83	1550.50
营业收入(亿元)	194.36	175.75	211.12	55.24
利润总额(亿元)	9.74	11.67	11.73	4.75
EBITDA(亿元)	44.22	40.61	52.29	--
经营性净现金流(亿元)	20.67	29.04	31.87	8.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.75	10.79	10.81	--
存货周转次数(次)	1.94	1.73	1.88	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.10	--
现金收入比(%)	104.61	109.86	103.52	126.19
营业利润率(%)	19.87	20.66	21.62	24.23
总资本收益率(%)	1.23	1.07	1.27	--
净资产收益率(%)	0.77	1.15	1.02	--
长期债务资本化比率(%)	63.47	65.96	67.76	68.62
全部债务资本化比率(%)	66.20	67.82	69.23	69.82
资产负债率(%)	68.73	70.44	71.36	71.82
流动比率(%)	126.89	119.93	113.70	135.97
速动比率(%)	98.47	89.30	76.52	91.92
经营现金流动负债比(%)	7.65	10.83	12.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.57	0.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.61	32.47	28.26	--

注：1.2018 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。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。