

# 信用等级公告

联合〔2020〕1722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 桂交投 MTN001”“18 桂交投 MTN001”“19 桂交投 MTN001”和“20 桂交投 01/20 桂交 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年六月二十三日



## 广西交通投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
15 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 桂交投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 桂交投 MTN001	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

### 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 桂交投 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/12/07
18 桂交投 MTN001	15 亿元	15 亿元	2021/03/19
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

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

跟踪评级时间:2020年6月23日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

### 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。跟踪期内,公司运营收费公路总里程及通行费收入不断增长,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,且在建项目投资规模较大,对外融资压力大;其他应收款占用资金明显,应收类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桂交投MTN001”“18桂交投MTN001”“19桂交投MTN001”和“20桂交投01/20桂交01”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

### 优势

- 跟踪期内,广西自治区经济稳步发展,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。2019年,广西自治区实现地区生产总值21237.14亿元,比上年增长6.0%;实现一般公共预算收入1811.89亿元,增长7.8%。
- 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;子公司广西铁路投资集团有限公司是广西自治区内代表政府履行出资人职责的铁路投融资建设主体,行业地位突出。

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 李坤

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](http://www.lhratings.com)

- 跟踪期内，公司持续获得各级政府在资金投入、专项债券资金等方面的有力支持。
- 跟踪期内，公司运营收费公路总里程及通行费收入不断增长，所辖高速公路通行收费期限长，未来现金流有保障。
- 公司采取多元化经营策略，高速公路、铁路、成品油销售、商贸物流、房地产、金融等业务协同发展，有效提高了公司的综合竞争力。

#### 关注

- 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。
- 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。
- 广西壮族自治区政府计划将公司部分政府还贷高速公路陆续划入广西高速公路还贷运营管理中心，路产划转将减少公司的资产和权益规模，联合资信将持续关注后续的路产划转事项。
- 受新冠肺炎疫情影响，全球经济受到较大冲击，国内收费公路免收通行费时间大幅延长，联合资信将持续关注新冠肺炎疫情对公司高速公路运营带来的影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	85.62	244.86	110.81	203.57
资产总额 (亿元)	2293.28	3629.93	3870.37	4071.57
所有者权益 (亿元)	656.81	1213.40	1296.22	1336.31
短期债务 (亿元)	97.26	261.19	227.04	337.01
长期债务 (亿元)	1380.56	1887.62	2084.09	2126.18
全部债务 (亿元)	1477.83	2148.81	2311.14	2463.18
营业总收入 (亿元)	211.12	263.15	480.38	81.75
利润总额 (亿元)	11.73	12.43	15.91	2.95
EBITDA (亿元)	52.29	61.32	108.41	--
经营性净现金流 (亿元)	31.87	49.43	51.92	10.18
现金收入比 (%)	103.52	109.83	107.77	113.77
营业利润率 (%)	21.62	19.70	17.68	16.34
净资产收益率 (%)	1.02	0.57	0.55	--
资产负债率 (%)	71.36	66.57	66.51	67.18
全部债务资本化比率 (%)	69.23	63.91	64.07	64.83
流动比率 (%)	113.70	144.63	129.24	121.42
速动比率 (%)	76.52	108.13	95.91	92.68
经营现金流动负债比 (%)	12.85	10.32	11.50	--
现金短期债务比 (倍)	0.88	0.94	0.49	0.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	0.81	1.04	--
全部债务/EBITDA (倍)	28.26	35.04	21.32	--

公司本部

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	2087.62	2717.80	3063.90	3193.46
所有者权益 (亿元)	593.62	1005.28	1067.25	1105.60
全部债务 (亿元)	1370.02	1517.93	1722.58	1824.19
营业总收入 (亿元)	36.51	41.01	46.30	7.87
利润总额 (亿元)	10.31	10.72	19.25	4.49
资产负债率 (%)	71.56	63.01	65.17	65.38
全部债务资本化比率 (%)	69.77	60.16	61.75	62.26
流动比率 (%)	640.21	496.17	455.14	428.31
经营现金流动负债比 (%)	20.42	15.73	13.48	--

注: 1.2020 年一季度财务报表未经审计; 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

## 评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 桂交投 01/20 桂交 01	AAA	AAA	稳定	2020/04/17	张勇、李坤	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
15 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/24	张勇、李坤	<a href="#">城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年）</a> <a href="#">城投行业企业主体信用评级模型（2016年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
17 桂交投 MTN001							
18 桂交投 MTN001							
19 桂交投 MTN001							
19 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/03/29	杨明奇、张勇	<a href="#">收费公路行业企业信用评级方法（2018年）</a> <a href="#">企业主体信用评级模型（2016年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
18 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/03/12	杨明奇、张勇	<a href="#">高速公路行业信用评级方法（2017年）</a> <a href="#">企业主体信用评级模型（2016年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
17 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/22	杨明奇、李苏磊	<a href="#">高速公路行业信用评级方法（2017年）</a> <a href="#">企业主体信用评级模型（2016年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
15 桂交投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/10/16	焦洁、杨明奇	<a href="#">收费公路企业信用分析要点（2013年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

## 广西交通投资集团有限公司2020年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于广西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。2019年5月，公司修订公司章程，将注册资本增加至301.05亿元，截至评级报告出具日尚未完成工商变更登记。截至2020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。

跟踪期内，公司本部的组织架构未发生变化，截至2020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20个职能部门；拥有纳入合并报表范围二级子公司共79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2019年底，公司资产总额3870.37亿元，所有者权益1296.22亿元（含少数股东权益218.52亿元）；2019年，公司实现营业总收入480.38亿元，利润总额15.91亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额4071.57亿元，所有者权益1336.31亿元（含少数股东权益216.77亿元）；2020年1—3月，公司实现营业总收入81.75亿元，利润总额2.95亿元。

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<sup>1</sup>；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包括“15桂交投MTN001”“17桂交投MTN001”“18桂交投MTN001”“19桂交投MTN001”和“20桂交投01/20桂交01”，债券余额合计67.50亿元。

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 桂交投 MTN001	15.00	2017/12/07	3+2	5.10
18 桂交投 MTN001	15.00	2018/03/19	3	5.58
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
<b>合计</b>	<b>67.50</b>	--	--	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司于2015年12月发行了15.00亿元的“15桂交投MTN001”，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月发行了15.00亿元的“17桂交投MTN001”，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以及河池至百色、乐业至百色高速公路项目建设，截至2020年3月底，上述2条高速公路均已完工并通车运营。

公司分别于2018年3月和2019年4月发行“18桂交投MTN001”（15.00亿元）和“19桂交投MTN001”（10.00亿元），期限均为3年，

<sup>1</sup>根据2019年5月修订的公司章程，公司住所为中国广西南宁市民族大道146号三祺广场，目前尚未完成工商变更登记。

募集资金均用于偿还公司到期债务本息。

公司于2020年5月发行了12.50亿元的“20桂交投01/20桂交01”，期限5年，募集资金全部用于补充营运资金。

跟踪期内，公司已按时足额支付“15桂交投MTN001”“17桂交投MTN001”“18桂交投MTN001”和“19桂交投MTN001”当期利息；“20桂交投01/20桂交01”尚未到付息日。截至评级报告出具日，公司上述存续债券募集资金已经全部按规定使用完毕。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

**经济增速继续下行。**2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

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

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

**2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资

领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个

百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6% 和 -5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1% 和 -36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和

-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改

革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

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

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，

会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、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我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业监管与政策

**2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。**

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企

业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发

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

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

2020年新冠肺炎疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

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

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

### （3）行业发展

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

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面

进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品续接难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

### 2. 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

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。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。

根据交通运输部发布的《2018—2019年交通运输行业发展统计公报》，2018—2019年，中国高速公路通车里程分别达14.26万公里和14.96万公里，其中国家高速公路通车里程分别为10.55万公里和10.86万公里。2019年底，中国高速公路通车里程占公路总里程的2.98%，较上年底提高0.04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、湖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。除部分中西部地区省份外，全国大部分省份高速公路里程增速放缓。

受高铁、航空等分流影响，2018—2019年，中国公路运输分别完成营业性客运量136.72亿人和130.12亿人，同比分别下降6.2%和4.8%；分别完成旅客周转量9279.68亿人公里和8857.08亿人公里，同比分别下降5.0%和4.6%。2019年，中国公路旅客运输周转量占中国旅客运输周转量的比重为25.06%，较上年下降2.05个百分点。近两年，宏观经济增长带动货运需求增加，公路货运指标呈现平稳增长趋势，2019年，中国公路运输完成营业性货运量343.55亿吨、货物周转量59636.39亿吨公里，同比分别增长4.2%、0.4%。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，同比增长6.8%。2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，中国公路客运量和货运量同时下滑，分别同比下降59.4%和22.2%。受益于路网不断完善、居民出行的增加，2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，同比增长8.75%，在收费公路通行费总收入中占比93.08%。

#### (2) 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。

2020年初，受新冠病毒疫情影响，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）。突发的新冠病毒疫情对收费公路行业短期负面冲击较大。

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。

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、推出公墓REITs等政策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。

### （3）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。2019年，中国高速公路建设完成投资11504亿元，增长15.4%，增速较2018年（7.7%）明显上升，创2011年以来最大增幅。

**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，我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。**2018年，中国高速公路通行费总收入5168.38亿元，支出总额（还本付息支出、养护支出等）9025.69亿元，通行费收支缺口3857.30亿元，比上年增加86.31亿元，收支缺口仍然巨大。由于存续债务规模大，高速公路行业每年的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（2018年收入对利息支出的覆盖倍数约2倍）。

### （4）未来发展

短期来看，2020年初新冠肺炎疫情爆发后，中国公路客运量及货运量同比下降，为控制国内疫情、降低人员集中度，国家延长了收费公路车辆通行费免收时间，对高速公路行业短期

通行费收入产生不利影响。目前中国境内跨省市交通管控措施均已解除,自2020年5月6日起,恢复收费,高速公路客货运需求有望逐步恢复,高速公路企业收费收入将逐步恢复。

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。受航空、高铁等分流影响,未来中国高速公路客车流量将延续下滑趋势;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,中国高速公路货车流量将保持平稳增长。

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。2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,明确了建设交通强国的重大战略,我国高速公路等交通基础设施建设仍有一定空间。高速公路在我国经济发展中具有重要地位,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,我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

#### (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政府的高度重视,属

于国家重点扶持和发展的产业。

截至2019年底,中国铁路营业里程13.9万公里以上,其中高铁3.5万公里;全国铁路路网密度145.5公里/万平方公里;其中,复线里程8.3万公里,复线率59.0%;电气化里程10.0万公里,电化率71.9%。从投资和运营主体看,中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路,均受国家铁路局监管。其中,国家铁路在行业中占据主导地位,目前其建设及运营模式为:中国国家铁路集团有限公司(原中国铁路总公司,以下简称“国铁集团”)独资投建铁路项目,或者和地方政府或有关企业按照一定的比例共同出资组建由国铁集团控股的合资公司,作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资,项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续运营管理。

#### (2) 铁路运输

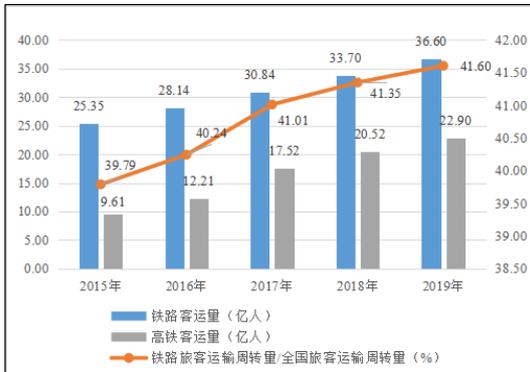
铁路是现代主要的运输方式之一,由于其不易受气候和自然条件等因素影响,且运输能力及单车装载量大,在运输的经常性和低成本性方面具备明显优势。

客运量方面,近年来,中国铁路旅客运量及周转量呈较快增长;受益于高铁路网完善带来的中长途出行舒适度和便利度的提升,铁路对全国旅客运输的贡献率不断提升。2019年,全国铁路旅客发送量36.60亿人,同比增长8.4%;铁路旅客周转量14706.64亿人公里,同比增长4.0%,占全国旅客运输周转量比重为41.60%,较上年提升0.25个百分点,位居四大交通运输方式之首。其中,全国高铁旅客发送量22.90亿人,同比增长14.2%,增速维持高位;高铁动车组客运量占铁路总客运量比重增至62.57%,同比提升约3个百分点。

客运价格变化方面,2017年4月起,国铁集团对部分动车组列车的公布票价进行优化调整,从上限票价来看,二等座涨幅在25%~30%,一等座涨幅在65%~70%;2019年12月,国铁集团进一步对730余趟高铁动车组列车执行票

价优化调整，总体有升有降。

图 1 中国铁路旅客运输情况



资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

货运量方面，近年来，随着铁路产能快速扩张，铁路货运量、周转量均呈快速增长趋势。2019年，中国铁路货运总发送量43.89亿吨，同比增长7.2%；铁路货运总周转量30181.95亿吨公里，同比增长4.3%。从运输货种看，煤为铁路运输主要货种，年度运输周转量占铁路货运周转量的比重维持在40%左右，其次为金属矿石、钢铁及有色金属，占比在7%左右。近年来，铁路对全国货物运输的贡献率不断提升，但受制于铁路线路和主要发送货种的相对固定，铁路对全国货物运输的整体贡献率相对公路、水运较低，2019年周转量占全国货物周转量的比重约为15%。

货运价格变化方面，2018年以来，为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会物流成本的部署要求，国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时，相应下调货运价格；此外，还采取降了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。

### （3）铁路投资

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

中国铁路行业完成固定资产投资8029亿元，投产新线8489公里，其中高速铁路5474公里。

表 4 中国铁路固定资产投资情况

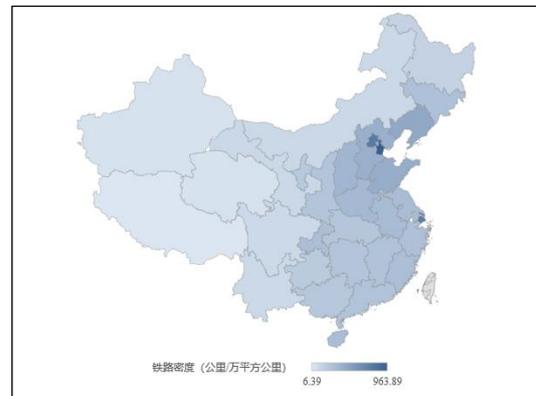
(亿元、公里、个)

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

资料来源：联合资信根据中国铁道统计公报整理

从区域铁路密度看，2018年底，中国各地区单位面积拥有的铁路营业里程差异较大：其中，天津铁路密度最高，达963.89公里/万公里，北京、上海次之，铁路密度均超过700公里/平方公里；西藏密度最低，为6.39公里/平方公里，云南、新疆、青海同样较低，均不足100公里/平方公里。总体看，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低，未来路网建设仍有较大空间。

图 2 中国铁路路网密度情况



注：香港、台湾、澳门地区未纳入统计

资料来源：联合资信根据中国统计局披露数据整理

2020年是“十三五”规划收官之年，按照规划目标，至“十三五”末，中国铁路的营业里程计划达到15万公里，其中高速铁路营业里程达到3万公里。截至2019年底，中国已完成“十三五”规划中高速铁路建设总体要求，全国铁路总里程和规划目标还有1.1万公里的差距。根据《2019年政府工作报告》及国铁集团

<sup>2</sup> 统计口径为国家铁路

发布的建设计划，2020年中国将推进“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域（郊）铁路规划建设等，全国计划完成铁路投资8000亿元。

#### （4）行业政策

铁路是国民经济大动脉和关键基础设施，加快推进铁路建设，既利当前，又利长远，对稳增长、调结构、惠民生具有重要意义。中国铁路投资长期以中央政府投资为主导，在“十二五”时期经历了高速发展阶段。随着铁路建设的快速推进，国铁集团也面临较大的债务负担，还本付息压力逐渐加大，中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显；此外，长期以来，中国铁路实行政府定价，随着经济体量的快速扩张，原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此，国家相关部门颁布了系列政策和规划，大力推行铁路运输供给侧结构性改革，促进铁路运输市场份额扩张，增强市场活力。

2015年7月，国家发展改革委员会发布了发改基础〔2015〕1610号文，全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场。2015年10月，中共中央国务院发布关于推进价格机制改革的若干意见，提出逐步放开铁路运输竞争性领域价格，扩大由经营者自主定价的范围，就形成铁路货运、客运价格市场化定价机制提出若干意见。随后，国家发展改革委员会分别在2015年12月和2017年10月就铁路客运和货运价格市场化改革发布通知，逐步扩大铁路运输企业的自主定价权限。2018年9月，国务院办公厅印发相关通知，表示将大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量，积极扩大铁路货运市场份额。2019年9月，中共中央国务院发布《交通强国建设纲要》，强化了“公转铁”政策的同时，对未来铁路建设投资提出了具体方向。

表5 铁路行业主要政策

发布日期	文件名称	主要内容
2015年7月10日	《关于进一步鼓励和扩大社会资本投资建设铁路的实施意见》发改基础〔2015〕1610号	全面开放铁路投资与运营市场、推进投融资方式多样化、完善社会资本投资的实施机制、进一步改善社会资本投资环境、加大对社会资本投资的政策支持、建立健全工作机制
2015年10月12日	《中共中央国务院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。2、将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。实行政府指导价的整车运输各货物品类基准运价不变，铁路运输企业可以国家规定的基准运价为基础，在上浮不超过15%、下浮不限的范围内，根据市场供求状况自主确定具体运价水平
2018年9月17日	《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）的通知》国办发〔2018〕91号	以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域（以下称重点区域）为主战场，大力推进大宗货物运输“公转铁、公转水”，不断完善综合运输网络，减少公路运输量，增加铁路运输量

发布日期	文件名称	主要内容
2019年9月19日	《交通强国建设纲要》	1、建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展；2、推动资源丰富和人口相对密集贫困地区开发性铁路建设；3、优化运输结构，加快推进港口集疏运铁路、物流园区及大型工矿企业铁路专用线等“公转铁”重点项目建设，推进大宗货物及中长距离货物运输向铁路和水运有序转移；4、以丝绸之路经济带六大国际经济合作走廊为主体，推进与周边国家铁路、公路、航道、油气管道等基础设施互联互通

资料来源：联合资信整理

#### （5）未来发展

2020年初，因新冠病毒肺炎疫情爆发，中国各省市采取限制人员流动等举措全力开展疫情防控，全国旅客流动量显著下降，并导致大量建设工程项目暂停。2020年1—3月，全国铁路运输旅客发送量和周转量同比分别下降55.1%和53.3%，货运总发送量同比增长1.7%，货运总周转量同比下降1.9%；铁路固定资产投资累计完成额同比下降21.0%。截至2020年4月8日，中国境内跨省市交通管控措施均已解除，大众可凭健康码有序流动，铁路客货运需求及投资进度有望逐步恢复。

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

根据《中长期铁路网规划》，到2025年中国铁路网规模计划达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里；到2030年，基本实现内外互联互通、省市区县通达覆盖。届时，不同铁路之间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输奠定良好的经营基础。同时，铁路货运价格下浮有助于增加铁路货运竞争优势，加之“公转铁”政策的大力推行，铁路货运市场份额有望继续扩大；铁路客运价格调整有助于优化资源配置，改善铁路运输企业营收状况。随着铁路供给侧改革的深入实施，社会资本参与合作竞争的意愿有望增强，铁路投融资方式有望逐步多元化，有助于缓解国铁集团债务及资本支出压力，进一步促进行业良性发展。联合资信维

持铁路行业评级为风险一般，展望为稳定。

#### 4. 区域经济环境

**跟踪期内，广西自治区经济稳步发展，一般公共预算收入规模有所上升，高速公路和铁路投资需求较大，公司外部经营环境良好。**

##### （1）广西自治区经济概况

根据《2019年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报》，2019年广西壮族自治区（以下简称“广西自治区”或“自治区”）实现生产总值21237.14亿元，按可比价计算，比上年增长6.0%。其中，第一产业增加值3387.74亿元，增长5.6%；第二产业增加值7077.43亿元，增长5.7%；第三产业增加值10771.97亿元，增长6.2%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.0%、33.3%和50.7%，对经济增长的贡献率分别为15.2%、32.5%和52.3%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值42964元，比上年增长5.1%。

2019年广西自治区固定资产投资（不含农户）比上年增长9.5%，其中，第一产业投资下降17.9%；第二产业投资增长5.3%，其中工业投资增长11.1%；第三产业投资增长11.8%。基础设施投资增长2.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为24.8%。民间固定资产投资增长13.4%，占固定资产投资（不含农户）的比重为50.7%。六大高耗能行业投资比上年增长17.0%，占固定资产投资（不含农户）的比重为8.8%。

2019年广西自治区社会消费品零售总额比上年增长7.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额增长6.9%，乡村消费品零售额增长7.9%。

按消费类型统计，商品零售额增长 6.9%，餐饮收入额增长 8.3%。

2019 年广西壮族自治区货物进出口总额 4694.70 亿元，比上年增长 14.4%。其中，出口 2597.15 亿元，增长 19.4%；进口 2097.56 亿元，增长 8.7%。进出口顺差（进口小于出口）499.59 亿元，比上年增加 252.91 亿元。对东盟国家进出口总额 2334.65 亿元，比上年增长 13.3%。其中，出口 1402.98 亿元，增长 11.4%；进口 931.68 亿元，增长 16.3%。

2019 年广西壮族自治区货物运输总量 20.53 亿吨，比上年增长 7.6%。货物运输周转量 5382.86 亿吨公里，增长 8.0%。全年港口完成货物吞吐量 3.79 亿吨，比上年增长 27.0%，其中外贸货物吞吐量 1.39 亿吨，增长 9.2%。港口集装箱吞吐量 494.68 万标准箱，增长 34.2%。全年旅客运输总量 5.0 亿人次，比上年下降 1.4%。旅客运输周转量 817.45 亿人公里，增长 0.1%。

2019 年广西壮族自治区财政收入 2969.22 亿元，比上年增长 6.4%；一般公共预算收入 1811.89 亿元，增长 7.8%，其中税收收入 1146.78 亿元，增长 2.2%，占一般公共预算收入的比重为 63.3%。全区一般公共预算支出 5849.02 亿元，比上年增长 10.1%，其中，民生重点领域支出 4691.59 亿元，增长 9.6%，占一般公共预算支出的比重为 80.2%。

### （2）广西壮族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，比上年末新增 0.24 万公里；其中，高速公路里程 6026 公里，比上年末新增 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 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，广西壮族自治区将形成“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 5500 公里，高速铁路达到 2000 公里。按照规划，“十三五”将实施多个涉及柳州市的重点铁路项目，具体为：高速铁路规划建设南宁经柳州经桂林北至衡阳高铁、河池经柳州至贺州高铁；城际铁路规划建设柳州至河池、柳州至三江城际铁路；普速铁路规划建设柳州至广州铁路、涪陵至柳州铁路；既有线扩能改造项目包括续建焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造，规划建设黔桂铁路扩能改造、湘桂铁路柳州段改建工程；站场及枢纽项目建成柳州南铁路物流中心（铁路部分），规划建设柳州动车存车场。

2018 年，广西壮族自治区人民政府办公厅

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

截至2019年底，广西壮族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，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2020年3月底，公司运营收费高速公路总里程4107.80公里，约占广西高速公路通车总里程的66.37%（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、国有资本收益等。2019年以及2020年1—3月，公司收到的各项资金合计分别为75.22亿元和61.18亿元，主要计入资本公积或少数股东权益。

2019年，公司收到广西壮族自治区政府收费公路专项债券资金3.00亿元，期限为30年，年利率为4.10%，此部分债券资金由公司偿付本息；2020年1—3月，公司获得铁路项目政府专项债券资金22.50亿元，上述资金均计入“长期应付款”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91450000677715673H），截至2020年5月13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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91450000680140831W），截至2020年6月4日，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，过往信用记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，覃卫国先生离任公司党委副书记、副董事长、总经理，王劫耘先生新任公司党委副书记、副董事长、总经理。

王劫耘先生，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，广西新发展交通集团有限公司总工程师、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; 现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

跟踪期内, 公司法人治理结构和管理体制等方面未发生其他重大变更。

## 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。2019年, 受合并广西铁投影响, 公司主营业务收入同比大幅增长, 综合毛利率有所下降; 其中通行费收入保持增长, 对公司利润贡献突出, 商贸物流收入规模大但利润水平低。2020年一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 公司收入和毛利率有所下降。

2018年12月31日, 广西铁投纳入公司合并报表范围, 但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。

2019年, 公司实现主营业务收入469.48亿元, 同比增长82.03%, 主要系广西铁投纳入合并范围所致。分业务板块看, 2019年, 公司实现通行费收入86.90亿元, 同比增长23.75%,

主要系部分路段正式运营以及车流量增长所致; 成品油销售收入52.18亿元, 同比增长16.71%, 主要系对高速公路项目建设及其他自主开拓市场客户销售收入增加所致; 商贸物流业务收入254.99亿元, 同比增长94.44%, 主要系广西铁投纳入合并范围所致; 其他收入75.41亿元, 主要包括金属锰矿产采选冶炼及销售收入、房地产销售收入、金融业务的利息净收入等, 受合并广西铁投影响同比大幅增长。

从毛利率看, 2019年, 公司主营业务毛利率为16.95%, 同比下降2.74个百分点。其中通行费业务毛利率为52.52%, 同比下降2.83个百分点, 主要系2019年部分路段进入正式运营导致折旧成本增加较多所致; 成品油和商贸物流业务毛利率分别为10.37%和2.01%, 同比变化不大。

2020年1-3月, 公司实现主营业务收入80.00亿元, 相当于2019年全年的17.04%, 受新冠肺炎疫情影响同比有所下降, 收入结构较上年度变化不大。2020年1-3月, 公司主营业务综合毛利率为15.84%, 较2019年下降1.11个百分点; 其中通行费业务毛利率为46.75%, 较2019年下降5.77个百分点, 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。

表6 公司主营业务收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

项目	2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费	70.22	27.23	55.35	86.90	18.51	52.52	13.86	17.33	46.75
成品油	44.71	17.34	9.28	52.18	11.11	10.37	8.49	10.62	12.62
商贸物流	131.14	50.85	2.41	254.99	54.31	2.01	46.28	57.85	2.32
其他收入	11.84	4.59	38.94	75.41	16.06	31.01	11.36	14.20	35.64
合计	257.92	100.00	19.69	469.48	100.00	16.95	80.00	100.00	15.84

注: 尾差系四舍五入所致

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

2019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通行费收入等方面均保持增长。2020年一季度,

受新冠肺炎疫情影响, 公司通行费收入大幅下降, 自治区政府已给予相应补贴。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 2020 年 3 月底，公司运营收费公路共计 39 条（不包含已停止收费路段），其中由公司本部直接经营管理的路段 15 条，由公司下属子公司间接管理的路段 24 条；公司通车路段中政府还贷性高速公路有 34 条，经营性高速公路

5 条。截至 2020 年 3 月底，公司运营收费高速公路总里程 4107.80 公里，较 2018 年底增长 6.80%，约占广西高速公路通车总里程的 66.37%。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，主要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主导地位。

表 7 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			
				2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
灵川至临桂	泉南高速 G72	收费还贷	23.28	0.76	0.89	0.94	0.19
南宁至坛洛	南宁绕城高速 G7201	收费还贷	59.01	2.86	3.61	3.24	0.50
柳州至小平阳	泉南高速 G72	收费还贷	--	5.06	4.98	0.05	--
宾阳至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	--	5.45	5.22	0.04	--
宜州至柳州	汕昆高速 G78	收费还贷	109.60	2.83	3.08	3.07	0.53
都安至南宁	兰海高速 G75	收费还贷	125.81	4.33	4.59	4.57	0.75
黄沙河至全州	泉南高速 G72	收费还贷	23.00	0.64	0.63	0.71	0.12
百色至罗村口	广昆高速 G80	收费还贷	55.53	0.85	0.82	0.86	0.12
南宁至友谊关	南友高速 G72	收费还贷	194.06	4.50	4.68	4.82	0.71
平乐至钟山	汕昆高速 G78	收费还贷	95.87	1.91	2.76	2.96	0.55
雒容至洛满	汕昆高速 G78	经营性	49.00	0.86	0.99	0.86	0.12
金城江至宜州	一级公路	经营性	--	0.28	0.29	0.07	--
隆林至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	176.87	3.58	4.43	4.25	0.73
宜州至河池	汕昆高速 G78	收费还贷	72.00	1.23	1.27	1.53	0.31
小平阳至宾阳	泉南高速 G72	经营性	--	1.01	0.99	0.24	--
坛洛至百色	广昆高速 G80	经营性	188.00	7.87	7.97	8.57	0.76
黎塘绕城路段	二级公路	经营性	--	0.21	--	--	--
贵港绕城路段	二级公路	经营性	--	0.26	--	--	--
筋竹至岑溪	广昆高速 G80	收费还贷	39.57	2.03	2.18	2.32	0.22
桂林至柳州	泉南高速 G72	经营性	95.93	6.44	6.29	5.44	0.43
钟山至马江	包茂高速 G65	经营性	61.05	0.81	1.11	1.18	0.14
六寨至河池	兰海高速 G75	收费还贷	108.07	2.52	2.52	2.51	0.50
钦州至崇左	合那高速 S60	收费还贷	129.56	2.96	2.50	2.92	0.48
玉林至铁山港	资铁高速 S21	收费还贷	174.46	3.01	2.88	2.82	0.47
六景至钦州	六钦高速 S43	收费还贷	139.13	1.66	1.29	1.69	0.25
河池至都安	兰海高速 G75	收费还贷	92.32	1.98	1.79	1.74	0.61
南宁外环	南宁东外环绕城高速 S5101	收费还贷	81.54	2.33	3.10	2.96	0.46
靖西至那坡	靖那高速 S60	收费还贷	90.42	0.97	0.86	0.97	0.17
百色至靖西	银百高速 G69	收费还贷	97.10	0.97	0.94	1.15	0.19

桂平至来宾	桂来高速 S52	收费还贷	87.54	1.78	1.63	1.58	0.26
来宾至马山	来马高速 S52	收费还贷	114.69	2.17	2.02	1.65	0.29
马山至平果	马平高速 S52	收费还贷	82.47	1.17	1.14	0.99	0.17
柳州至武宣	柳武高速 S31	收费还贷	88.45	3.01	2.78	2.92	0.31
灌阳至（全州）凤凰	厦蓉高速 G76	收费还贷	47.97	0.24	0.35	0.33	0.08
崇左至靖西	合那高速 S60	收费还贷	147.64	2.01	2.39	2.89	0.50
三江至柳州	厦蓉高速 G76	收费还贷	168.73	1.46	2.58	2.52	0.38
岑溪至水文	包茂高速 G65	收费还贷	30.72	0.39	0.51	0.53	0.10
梧州至柳州	包茂高速 G65	收费还贷	212.55	0.04	2.39	3.08	0.51
柳州至南宁	泉南高速 G72	收费还贷	252.58	--	0.19	15.24	2.79
梧州环城	苍龙高速 S42、S4001	收费还贷	56.67	--	0.01	0.69	0.17
河池至百色	汕昆高速 G78	收费还贷	179.18	--	0.14	1.56	0.25
靖西至龙邦	银百高速 G69	收费还贷	28.30	--	0.00	0.11	0.02
阳朔至鹿寨	汕昆高速 G78	经营性	86.96	--	--	0.31	0.17
崇左至水口	合那高速 S60	收费还贷	88.27	--	--	0.00	0.14
乐业至百色	银百高速 G69	收费还贷	153.92	--	--	--	0.17
合计			4107.80	82.47	88.79	96.90	15.61

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；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；2.隆林至百色、宜州至河池、百色至靖西、六景至钦州港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

2019年，除部分路段由于道路施工等因素造成车流量下降外，大部分路段车流量及通行费收入均保持增长。2019年，公司收费公路（含试运营路段）实现通行费收入96.90亿元，同比增长9.13%。2020年1—3月，受新冠病毒疫情期间高速公路免收车辆通行费政策影响，公司收费公路（含试运营路段）实现通行费收入15.61亿元，同比下降36.00%。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，公司已收到广西壮族自治区财政厅（以下简称“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。

表8 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1—3月
期末收费总里程	3846.38	3953.88	4107.80

当期日均通行量	335918	319074	290438
当期通行费收入	88.79	96.90	15.61

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。

2019年，桂平至来宾、灌阳至全州、崇左至靖西、岑溪至水文4条路段结束试运营；2020年1—3月，三江至柳州路段结束试运营。截至2020年3月底，公司正式运营的路段收费里程累计3301.95公里，较2018年底增加700.47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，2019年公司确认通行费收入86.90亿元，同比增长23.75%；日均通行量285459辆次，同比增长0.81%。

表9 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1-3月
期末收费总里程	2601.48	3133.22	3301.95
当期日均通行量	283176	285459	263119
当期通行费收入	70.22	86.90	13.86

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,部分路段处于试运营期间。跟踪期内,由于部分试运营路段开始正式运营,公司试运营路段通车里程持续下降,截至2020年3月底为805.85公里。2019年,公司试运营路段产生通行费10.00亿元,同比下降46.15%,日均车流量33615辆次。从单公里通行费角度考虑,2019年试运营路段单公里通行费收入为121.85万元/公里,较正式运营路段的277.35万元/公里有较大差距。

表10 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1-3月
期末收费总里程	1244.90	820.66	805.85
当期日均通行量	52742	33615	263119
当期通行费收入	18.57	10.00	1.74

资料来源:公司提供

### 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。2019年以及2020年1-3月,公司公路管养支出分别为20.04亿元和2.84亿元。公司大修支出通过在建工程反映。

### 收费期限

跟踪期内,公司不存在高速公路收费权到期的情况,公司运营高速公路的整体剩余经营期限较长,截至2020年3月底,未来三年内公司预计将有2条收费路段收费权到期。未来随着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11 截至2020年3月底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(年)	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),广西自治区政府授权公司将其持有的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2020年3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。

表 12 公司已完路产划转情况 (单位: 亿元)

路产名称	划转公告日	划转基准日	资产	所有者权益
隆林至百色	2017/03/17	2016/01/01	125.07	16.24
宜州至河池	2017/08/14	2017/01/01	47.11	7.99
百色至靖西	2019/03/26	2018/04/30	81.80	12.43
六景至钦州港	2019/03/26	2018/04/30	69.15	3.29

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。

表 13 截至 2020 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
松旺至铁山港	收费还贷	2020 年	21.44	18.15	30.00	7.21
沙井至吴圩	收费还贷	2022 年	25.60	53.15	20.00	4.56
桂林至柳州高速公路改扩建	收费还贷	2024 年	101.50	165.50	30.00	0.00
平塘至天峨	收费还贷	2023 年	59.10	137.40	26.00	0.00
天峨经凤山至巴马	收费还贷	2023 年	108.00	282.40	26.00	0.00
荔浦至玉林	收费还贷	2020 年	261.74	230.59	35.00	103.83
柳州经合山至南宁	经营性	2021 年	199.26	207.49	25.00	23.25
桂林至柳城	经营性	2021 年	95.69	129.09	25.00	22.84
南丹至下老	经营性	2022 年	104.65	208.34	20.00	2.95
合计			<b>976.97</b>	<b>1432.11</b>	--	<b>164.64</b>

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 2020 年 3 月底, 公司纳入规划的拟建项目共 7 个, 建设里程合计 444.22 公里, 总投

2020 年 3 月 19 日, 公司发布了《广西交通投资集团有限公司关于无偿划转灌阳至凤凰、岑溪至水汶、三江至柳州高速公路相关事项的公告》, 公司拟将灌阳至凤凰、岑溪至水汶、三江至柳州高速公路划转至广西高速公路还贷运营管理中心。灌阳至凤凰、岑溪至水汶高速公路以 2020 年 1 月 1 日为基准日, 三江至柳州高速公路以 2020 年 2 月 1 日为基准日, 估算灌阳至凤凰、岑溪至水汶、三江至柳州 3 条高速公路划出后, 公司资产减少 198.76 亿元, 负债减少 176.50 亿元, 净资产减少 22.26 亿元。本次划转事项已经公司第一届董事会 2020 年第五次会议审议通过, 尚未经主管部门核准, 无偿划转协议尚未签订。

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

截至 2020 年 3 月底, 公司在建高速公路项目共 9 个, 建设里程合计 976.97 公里, 计划总投资额合计 1432.11 亿元, 累计已完成财务投资 164.64 亿元, 未来尚需投资 1267.47 亿元。

资合计 757.74 亿元。总体看, 公司未来在建及拟建工程的投资规模大, 面临较大资金压力。

(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 14 截至 2020 年 3 月底公司下属 10 家合资铁路项目公司情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	注册资本	公司持股比例	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	32.88	48.12	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49.00	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司
南广铁路有限责任公司	10.19	23.50	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	54.17	23.18	云桂公司
贵广铁路有限责任公司	20.00	2.07	贵广公司
广西梧州新港铁路投资有限公司	1.56	60.00	新港公司
广西南崇铁路有限责任公司	5.00	51.00	南崇公司
广西南玉铁路有限公司	5.00	60.00	南玉公司

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

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

资料来源: 公司提供

跟踪期内, 公司新增 1 家合资铁路公司, 为南玉公司。截至 2020 年 3 月底, 公司下属合资铁路项目公司 10 家, 已有沿海铁路扩能南宁至钦州北段、沿海铁路扩能钦州北至北海段、沿海铁路扩能钦州北至防城港段等 20 个铁路项目完工投入运营。梧州赤水铁路专用线为连接梧州港的货运支线, 2019 年取得货运收入

0.72 亿元; 其他铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益, 2019 年及 2020 年一季度公司未收到铁路项目公司现金分红。从中国已开通运营的京津城际、武广高铁等项目来看, 高铁项目一般需要运营几年后才能达到盈亏平衡点, 但从长远看, 铁路项目将为公司带来稳定的投资收益。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司已建成铁路情况 (单位: 亿元)

序号	铁路项目名称	项目总投资	项目资本金	广西方出资	公司累计出资
1	新建南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	205.00	49.00	45.59
2	新建贵阳至广州铁路	858.00	429.00	18.00	23.84
3	新建北海铁山港铁路支线	8.60	2.15	8.60	8.79

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

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

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2020 年 3 月底，公司在建项目共计 7 个，计划总投资 1560.69 亿元，其中广西方计划出资 707.56 亿元，公司已累计出资 160.27 亿元。2020 年 4—12 月、2021 年以及 2022 年，公司分别计划出资 138.52 亿元、200.42 亿元和 150.19 亿元。

拟建项目方面，公司未来拟建玉林至梧州城际铁路、贺州至梧州城际铁路、玉林至北海城际铁路等 20 个项目，项目总投资合计 4457.12 亿元，其中广西方出资 2045.78 亿元，公司 2020—2022 年分别计划出资 6.00 亿元、133.00 亿元和 220.79 亿元。

表 16 截至 2020 年 3 月底公司在建铁路建设项目投资情况（单位：亿元）

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

注：新建南宁至崇左铁路、新建南宁至玉林铁路、南宁国际空港综合交通枢纽工程均由公司主导投资建设，纳入公司合并范围，未来将通过客运收入平衡项目投资，具体运营模式尚未确定

资料来源：公司提供

(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，公司成品油销售收入有所增长，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2020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2020年3月底，公司共有加油站181座，其中在运营174座，在建7座。在运营的加油站中，2家控股子公司经营合计88座，3家参股子公司经营加油点合计70座，通过实业公司、广西交通投资集团石油销售有限公司自营加油站16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。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。2019年，公司油品销售收入52.18亿元，同比增长16.71%，主要系对高速公路项目建设及其他自主开拓市场客户销售收入增加所致。

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，2019年及2020年1-3月分别为10.37%和12.62%。

#### （4）商贸物流

**跟踪期内，受益于广西铁投纳入合并范围公司商贸物流业务收入大幅增长，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、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。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。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。

2019年，公司商贸物流收入254.99亿元，同比增长94.44%，主要系广西铁投纳入合并范围所致。从构成看，矿产品收入115.02亿元，占45.11%；钢材收入67.27亿元，占26.38%。2019年，公司商贸物流业务毛利率为2.01%，同比下降0.40个百分点，盈利水平低。

表17 公司2019年前五大供应商交易情况

（单位：亿元、%）

供应商名称	主要产品	采购金额	占比
广西投资集团银海铝业有限公司	铝锭	42.59	17.04
广西柳州钢铁（集团）公司	钢材	28.12	11.25
广西柳州岑海金属材料有限公司	钢材	10.72	4.29
上海勒韦国际贸易有限公司	铝锭	9.34	3.74
安钢集团信阳钢铁有限责任公司	钢材	9.00	3.60
<b>合计</b>	--	<b>99.76</b>	<b>39.92</b>

资料来源：公司提供

2019年，公司前五大供应商采购金额合计99.76亿元，占采购总额的39.92%，集中度一般；前五大客户销售金额合计67.93亿元，占销售总额的26.64%，客户集中度较低。

表18 公司2019年前五大客户交易情况

（单位：亿元、%）

客户名称	主要产品	销售金额	占比
广西柳州岑海金属材料有限公司	钢材	28.14	11.04
北海诚德镍业有限公司	矿产品	11.19	4.39
柳州市瑞中运钢材储运有限公司	钢材	10.70	4.20
广西广银铝业有限公司	铝锭	8.85	3.47

茂名市茂南钻达化工有限公司	化工产品	9.05	3.55
<b>合计</b>	--	<b>67.93</b>	<b>26.64</b>

资料来源：公司提供

2020年1-3月，公司实现商贸物流收入46.28亿元，相当于2019年全年的18.15%；毛利率为2.32%，较2019年上升0.31个百分点。

#### (5) 其他收入

公司其他收入仍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，2019年以及2020年1-3月，公司分别实现其他业务收入75.41亿元和11.36亿元。

#### 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（以下简称“大锰公司”）负责运营。

截至2020年3月底，公司在南非拥有3个锰矿，总储量27499.88万吨，年开采能力为245.00万吨。2019年以及2020年1-3月，公司分别实现锰矿采选冶炼及贸易业务收入33.21亿元和4.51亿元。

#### 房地产

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。2019年以及2020年1-3月，公司房地产收入分别为22.00亿元和4.29亿元。

表19 截至2020年3月底公司主要在售项目情况表（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	11.57	15.65	13.80	7.79	7.45
五洲国际	商业住宅	广西南宁	9.10	8.39	3.80	3.80	7.93	7.93
五洲·半岛阳光	商业住宅	广西百色	16.82	14.90	13.00	10.28	5.60	5.10
九个半岛/交投地产阳光阿尔勒100	住宅	广西武鸣	49.16	48.83	26.10	22.40	25.07	24.00
三祺·长岛花园/境东十里	住宅	广西钦州	19.86	15.90	34.80	10.98	6.28	5.20
梧州三祺城	住宅	广西梧州	39.60	18.16	53.32	32.20	9.70	8.30
三祺·澜湖国际	住宅	广西桂林	20.39	12.16	11.00	3.69	5.71	5.21
润和春天	商业、住宅	广西来宾	6.83	4.90	2.12	2.11	1.66	1.60
柳源居	商业、住宅	广西柳州	2.93	1.79	1.68	0.87	1.14	0.97
金悦澜湾	商业、住宅、配套用房	广西南宁	30.80	27.45	28.00	22.12	22.41	21.68
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	31.11	25.87	53.80	20.40	26.10	20.06
玉林绿地城（通洲、通兴、通和）	办公、商业、住宅等	广西玉林	52.93	41.14	60.00	19.62	23.52	20.15
<b>合计</b>	--	--	<b>294.28</b>	<b>231.07</b>	<b>303.27</b>	<b>162.27</b>	<b>142.91</b>	<b>127.65</b>

资料来源：公司提供

截至2020年3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

294.28万平方米，已售面积合计231.07万平方米；总投资合计303.27亿元，已实现销售额142.91亿元，累计回款127.65亿元。

截至 2020 年 3 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洲物流商贸仓（金桥三期）、三祺和顺园、金桥农产品批发市场二期 3 个项目，总投资额合计 310.14 亿元，已完成投资 169.06 亿元，未来尚需投资 141.08 亿元。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。2019 年以及 2020 年 1—3 月，公司金融业务收入分别为 3.88 亿元和 0.79 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。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2019 年财务报表，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并报表范围二级子公司共 79 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 1—3 月，公司合并范围无变化。总体看，公司跟踪期内合并范围变动的子公司规模较小，但广西铁投的损益和现金流情况从 2019 年开始在合并报表有所体现，对公司财务数据的可比性造成较大影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 3870.37 亿元，所有者权益 1296.22 亿元（含少数股东权益 218.52 亿元）；2019 年，公司实现营业总收入 480.38 亿元，利润总额 15.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 4071.57 亿元，所有者权益 1336.31 亿元（含少数股东权益 216.77 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 81.75 亿元，利润总额 2.95 亿元。

### 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，联合资信也关注到，若公司未来逐步将收费还贷类高速公路划转至还贷中心，公司总资产及权益规模将有所下降，债务负担预计会有所减轻，联合资信将继续关注后续路产划转事项。

2019 年底，公司资产总额 3870.37 亿元，较上年底增长 6.62%，主要系非流动资产增加所致；公司资产中流动资产占 15.07%，非流动资产占 84.93%，公司资产结构以非流动资产为主。

表 20 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	243.07	6.70	109.94	2.84	201.33	4.94
其他应收款	187.47	5.16	237.31	6.13	238.92	5.87
存货	174.86	4.82	150.46	3.89	163.80	4.02
<b>流动资产</b>	<b>692.86</b>	<b>19.09</b>	<b>583.42</b>	<b>15.07</b>	<b>691.97</b>	<b>17.00</b>
可供出售金融资产	460.67	12.69	547.78	14.15	551.38	13.54

固定资产	843.22	23.23	1037.76	26.81	1167.88	28.68
在建工程	1187.74	32.72	1234.53	31.90	1213.98	29.82
无形资产	178.09	4.91	189.10	4.89	188.45	4.63
<b>非流动资产</b>	<b>2937.07</b>	<b>80.91</b>	<b>3286.95</b>	<b>84.93</b>	<b>3379.60</b>	<b>83.00</b>
<b>资产总额</b>	<b>3629.93</b>	<b>100.00</b>	<b>3870.37</b>	<b>100.00</b>	<b>4071.57</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

### 流动资产

2019 年底，公司流动资产 583.42 亿元，较上年下降 15.80%，主要系货币资金减少所致；流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2019 年底，公司货币资金 109.94 亿元，较上年下降 54.77%，主要系高速公路和铁路项目投资支出所致；其中银行存款占 94.91%；公司货币资金中包括受限资金 14.58 亿元，占货币资金的 13.26%，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、预售房款监管资金和银行承兑汇票保证金。

2019 年底，公司应收账款 34.91 亿元，主要以贸易业务应收货款为主，较上年下降 9.65%。2019 年底，公司尚未执行新金融工具准则的应收账款账面余额 37.46 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 6.64 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备 3.62 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款合计 30.16 亿元，其中账龄组合 11.20 亿元，账龄在 6 个月以内（含）的占 88.04%，综合账龄较短，共计提坏账准备 0.12 亿元；路内贸易业务组合 15.61 亿元，未计提坏账准备。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、广西宜辉商贸有限公司、广西建工集团智慧制造有限公司、浙商中拓集团股份

有限公司和广西北部湾新材料有限公司，欠款金额合计 11.09 亿元，占应收账款的 26.89%，集中度较低。总体看，跟踪期内，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。

2019 年底，公司预付款项 9.83 亿元，较上年下降 55.97%，主要系转让广西中房联合投资有限公司所致；从账龄看，1 年以内的占 93.90%，综合账龄较短。

2019 年底，公司其他应收款 237.31 亿元，较上年增长 26.58%，主要系应收还贷中心款项增加所致。2019 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 278.35 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 74.57 亿元，由于诉讼、纠纷等原因共计提坏账准备 40.92 亿元（计提比例为 54.87%）；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款 202.88 亿元，其中账龄组合 19.62 亿元、关联方组合 20.64 亿元、保证金/备用金组合 15.70 亿元、应收政府部门款项组合 146.93 亿元，账龄组合计提坏账准备 0.29 亿元，其他组合未计提坏账准备。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 52.45%，集中度较高。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 21 公司 2019 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	账龄
广西高速公路还贷运营管理中心	往来款	102.22	36.10	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	6.06	3~4 年

广西荔浦中荔物资贸易有限公司	材料款	11.45	4.04	5年以上
广西阳鹿高速公路有限公司管理人	破产重整资金	10.26	3.62	2~3年
桂林朔方物资贸易有限公司	材料款	7.43	2.62	5年以上
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>148.54</b>	<b>52.45</b>	<b>--</b>

注：1.截至2019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；2.应收广西荔浦中荔物资贸易有限公司、桂林朔方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

2019年底，公司存货150.46亿元，较上年年底下降13.95%，主要系房地产开发成本下降所致；存货主要以房地产开发成本（占80.71%）、库存商品（占11.06%）和房地产开发产品（占6.16%）为主，公司对存货合计计提跌价准备4.85亿元。

2019年底，公司一年内到期的非流动资产6.22亿元，较上年年底下降42.27%，主要系委托贷款减少所致；其中委托贷款0.38亿元、1年内到期的长期应收款4.45亿元、1年内到期的持有至到期投资1.40亿元。

2019年底，公司其他流动资产33.87亿元，较上年年底增长143.21%，主要系增值税借方余额重分类大幅增加所致；其他流动资产主要为增值税借方余额重分类（14.95亿元）、理财产品（9.62亿元）等。

#### 非流动资产

2019年底，公司非流动资产3286.95亿元，较上年年底增长11.91%，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。

2019年底，公司可供出售金融资产547.78亿元，较上年年底增长18.91%，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。

2019年底，公司固定资产账面原值1166.16亿元，以高速公路（1086.49亿元）为主，固定资产累计折旧127.81亿元，成新率为89.04%，成新度高；固定资产账面价值1037.76亿元，

较上年年底增长23.07%，主要系桂平至来宾、灌阳至全州、崇左至靖西、岑溪至水汶等高速公路项目转固所致。

2019年底，公司在建工程1234.53亿元，较上年年底增长3.94%，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，分别占84.92%和10.56%。

2019年底，公司无形资产189.10亿元，较上年年底增长6.18%，主要系公路土地使用权增加所致；无形资产主要由公路土地使用权（122.87亿元）、BOT特许经营权（20.83亿元）和采矿权（23.47亿元）构成；无形资产累计摊销金额为32.10亿元。

2019年底，公司其他非流动资产148.17亿元，较上年年底增长3.37%，主要由预付工程款（66.32亿元）、资金拆借（28.53亿元）和委托贷款（22.00亿元）构成。

2019年底，公司受限资产合计27.92亿元，其中受限货币资金14.58亿元，用于借款抵押的存货、固定资产和无形资产分别为7.84亿元、5.22亿元和0.27亿元。此外，公司将高速公路的收费权质押给银行用于长期贷款，2019年底公司长期借款中质押借款的账面余额为1243.29亿元，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。

2020年3月底，公司资产总额为4071.57亿元，较上年年底增长5.20%，其中流动资产占17.00%，非流动资产占83.00%；流动资产691.97亿元，较上年年底增长18.61%，主要系货币资金增加所致；非流动资产3379.60亿元，较上年年底增长2.82%，主要系公路和铁路项目持续投

入所致。

### 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

2019年底，公司所有者权益1296.22亿元，较上年底增长6.83%，主要系资本公积增加所致；其中实收资本占23.23%，资本公积占54.64%，少数股东权益占16.86%。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

2019年底，公司资本公积708.28亿元，较上年底增长8.99%，主要系收到的自治区及地市政府高速公路及铁路项目资本金，其中收到车购税资金14.00亿元、收到自治区财政厅建设投资基金资本金14.00亿元、收到自治区财政厅拨入的南玉和南崇铁路项目资本金17.00亿元。

2019年底，公司其他权益工具28.70亿元，为永续期债务融资工具，较上年底增长91.34%；未分配利润27.54亿元，较上年底下降7.56%，主要系当期提取法定盈余公积、提取一般风险准备、支付权益持有者股利所致；少数股东权益218.52亿元，较上年底变化不大。

2020年3月底，公司所有者权益1336.31亿元，较上年底增长3.09%，主要来自资本公积的增加。2020年3月底，公司资本公积748.82亿元，较上年底增长5.72%，主要系收到的车购税资金和政府资本金出资。

#### 负债

2019年底，公司负债总额2574.15亿元，较上年底增长6.52%；其中，流动负债占17.54%，非流动负债占82.46%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

2019年底，公司流动负债451.42亿元，较

上年底下降5.77%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致；公司流动负债主要由短期借款（占19.71%）、应付账款（占8.38%）、预收款项（占12.35%）、其他应付款（占25.79%）、一年内到期的非流动负债（占18.00%）和其他流动负债（占9.11%）构成。

2019年底，公司短期借款88.99亿元，较上年底增长28.10%，以信用借款（占92.10%）为主。

2019年底，公司应付账款37.81亿元，较上年底增长5.09%，应付账款主要是未结算支付的工程款和货款。

2019年底，公司预收账款55.77亿元，较上年底增长48.53%，主要是预收房屋销售款增加所致。

2019年底，公司其他应付款116.44亿元，较上年底下降10.38%，主要系往来款减少所致；其他应付款主要为往来款（37.48亿元）、质保金（30.11亿元）和项目合作资金（10.54亿元）等。

2019年底，公司一年内到期的非流动负债81.25亿元，较上年底下降35.40%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券。

2019年底，公司其他流动负债41.11亿元，较上年底下降26.99%，主要为公司发行的（超）短期融资券（40.00亿元）。

2019年底，公司非流动负债2122.73亿元，较上年底增长9.56%；非流动负债主要由长期借款（占67.08%）、应付债券（占14.84%）、长期应付款（占16.32%）构成。

2019年底，公司长期借款1423.85亿元，较上年底增长11.81%，以质押借款为主。

2019年底，公司应付债券315.12亿元，较上年底增长17.95%，主要系2019年新发行公司债券和中期票据所致。

2019年底，公司长期应付款346.51亿元，较上年底变化不大；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、自治区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，联合资信将其调整为有息债务核算。

2020年3月底，公司负债总额2735.26亿元，较上年底增长6.26%；其中，流动负债占比为20.84%，非流动负债占比为79.16%，负债结构较上年底变化不大。

表22 公司债务负担情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	261.19	227.04	337.01
长期债务	1887.62	2084.09	2126.18
全部债务	2148.81	2311.14	2463.18
长期债务资本化比率	60.87	61.65	61.41
全部债务资本化比率	63.91	64.07	64.83
资产负债率	66.57	66.51	67.18

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面,2019年底,公司全部债务2311.14亿元,较上年底增长7.55%;其中短期债务和长期债务分别占比9.82%和90.18%。2020年3月底,公司全部债务2463.18亿元,较上年底增长6.58%。

从债务指标看,2019年底,公司资产负债率为66.51%,较上年底略有下降,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为64.07%和61.65%,较上年底均有所上升;2020年3月底,上述三项指标分别为67.18%、64.83%和61.41%。2020年3月底,公司所有者权益中其他权益工具28.70亿元,均为永续期债务融资工具,若将上述资金计入债务核算,公司债务负担将略有加重。

截至2020年3月底,公司未来三年内需偿还的有息债务分别为337.01亿元、142.22亿元和249.36亿元。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入继续增长,利息支出及资产减值损失对利润造成侵蚀,投资收益和政府补助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。

跟踪期内,商贸物流、成品油及通行费收入仍是公司收入的主要来源。2019年,公司实现营业总收入480.38亿元,同比增长82.55%,主要系广西铁投纳入合并范围所致;营业成本为392.16亿元,同比增长86.94%,营业收入增幅低于营业成本增幅,营业利润率为17.68%,同比下降2.02个百分点。

表23 公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年
营业总收入	263.15	480.38
营业成本	209.78	392.16
财务费用	29.12	64.34
资产减值损失	4.14	4.99
投资收益	4.82	13.03
其他收益	0.42	10.34
利润总额	12.43	15.91
营业利润率	19.70	17.68
总资本收益率	1.03	1.96
净资产收益率	0.57	0.55

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

2019年,公司期间费用总额为88.68亿元,同比增长118.95%;其中财务费用64.34亿元,同比增长120.92%。2019年,公司期间费用占营业收入的比重为18.46%,同比上升3.07个百分点,公司费用控制能力一般。

2019年,公司确认资产减值损失4.99亿元,同比增长20.61%,主要来自坏账损失(4.03亿元)和固定资产减值损失(0.57亿元);投资收益13.03亿元,同比增长170.32%,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10.34亿元,主要为政府补助。2019年,公司实现利润总额15.91亿元,同比增长28.04%。

从盈利指标看,2019年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.96%和0.55%,同比分别上升0.93个和下降0.02个百分点,公司整体盈利能力弱。

2020年1—3月，公司实现营业总收入81.75亿元，相当于2019年全年的17.02%；营业利润率为16.34%，较2019年有所下降；利润总额为2.95亿元。

## 5. 现金流分析

**跟踪期内，受益于广西铁投纳入合并范围，公司现金流规模整体均大幅增长；经营活动现金流持续净流入，收入实现质量较好，但公司投资规模大，存在较大的对外融资需求。**

受益于广西铁投纳入合并范围，公司现金流规模整体均大幅增长。从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入570.43亿元，同比增长73.39%；其中销售商品、提供劳务收到的现金517.71亿元，同比增长79.13%，主要为通行费、成品油及商贸业务回款。2019年，公司经营活动现金流出518.51亿元，同比增长85.48%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，公司收到及支付的其他与经营活动有关的现金主要为往来款和保证金。2019年，公司经营活动现金净流入51.92亿元，同比增长5.04%。2019年，公司现金收入比为107.77%，同比下降2.06个百分点，收入实现质量较好。

表 24 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	328.98	570.43
经营活动现金流出量	279.55	518.51
经营活动净现金流	49.43	51.92
投资活动净现金流	-180.99	-282.28
筹资活动净现金流	284.34	94.88
现金收入比	109.83	107.77

资料来源：公司审计报告

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入98.02亿元，同比增长176.21%，主要为收回投资收到的现金；投资活动现金流出380.31亿元，同比增长75.68%，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金293.72亿元（主要是高速公路和铁路项目投资）

和投资支付的现金77.75亿元。2019年，公司投资活动现金净流出282.28亿元，项目建设投资支出仍保持在较高规模，投资活动仍有较大的资金缺口。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入596.65亿元，同比增长24.27%，主要系获得的各类高速公路及铁路项目资本金以及债务融资规模增加所致；筹资活动现金流出501.77亿元，同比增长156.31%，主要为偿还债务本息支付的现金。2019年，公司筹资活动现金净流入94.88亿元，同比下降66.63%。

2020年1—3月，公司经营活动现金流入126.65亿元，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10.18亿元、-101.27亿元和176.58亿元；现金收入比为113.77%，较2019年有所上升。

## 6. 偿债能力

**公司长短期偿债能力指标较弱，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，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为129.24%和95.91%，较上年底分别下降15.39个和12.22个百分点；2020年3月底，上述两项指标分别为121.42%和92.68%，较上年底有所下降。2019年，公司经营现金流动负债比为11.50%。2019年及2020年3月底，公司现金类资产分别是短期债务的0.49倍和0.60倍。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标来看，2019年，公司EBITDA为108.41亿元，EBITDA利息倍数为1.04倍，全部债务/EBITDA为21.32倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年3月底，公司获得银行授信总额度3960.12亿元，已使用授信额度1847.64亿元，尚未使用额度为2112.49亿元，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 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 50.69 亿元，担保比率为 3.79%，主要为对还贷中心的担保以及对房地产销售客户进行按揭贷款担保。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，公司对外担保比率低，或有负债风险小。

表 25 截至 2020 年 3 月底公司对外担保明细  
(单位: 亿元)

被担保人	担保余额
广西高速公路还贷运营管理中心	21.86
房地产销售客户	22.24
华邦建投集团股份有限公司	2.65
广西梧州市苍海建设实业发展有限公司	3.94
合计	50.69

资料来源：公司提供

截至 2019 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 24.44 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，跟踪期内保持增长，整体债务负担较重；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。**

2019 年底，母公司资产总额 3063.90 亿元，较上年底增长 12.73%；其中流动资产为 1763.67 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 1300.23 亿元，主要由长期股权投资和固定资产构成。

2019 年底，母公司所有者权益 1067.25 亿元，较上年底增长 6.16%，主要系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 28.21%，资本公积占 63.24%，母公司所有者

权益稳定性好。

2019 年底，母公司负债总额 1996.65 亿元，较上年底增长 16.59%；其中流动负债 387.50 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 1609.15 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。母公司 2019 年底资产负债率为 65.17%，较 2018 年底上升 2.16 个百分点，整体债务负担较重。

2019 年，母公司营业总收入为 46.30 亿元，营业成本为 27.68 亿元；利润总额为 19.25 亿元，同比增长 79.57%。

2020 年 3 月底，母公司资产总额 3193.46 亿元，所有者权益 1105.60 亿元；2020 年 1—3 月，母公司实现营业总收入 7.87 亿元，利润总额 4.49 亿元。

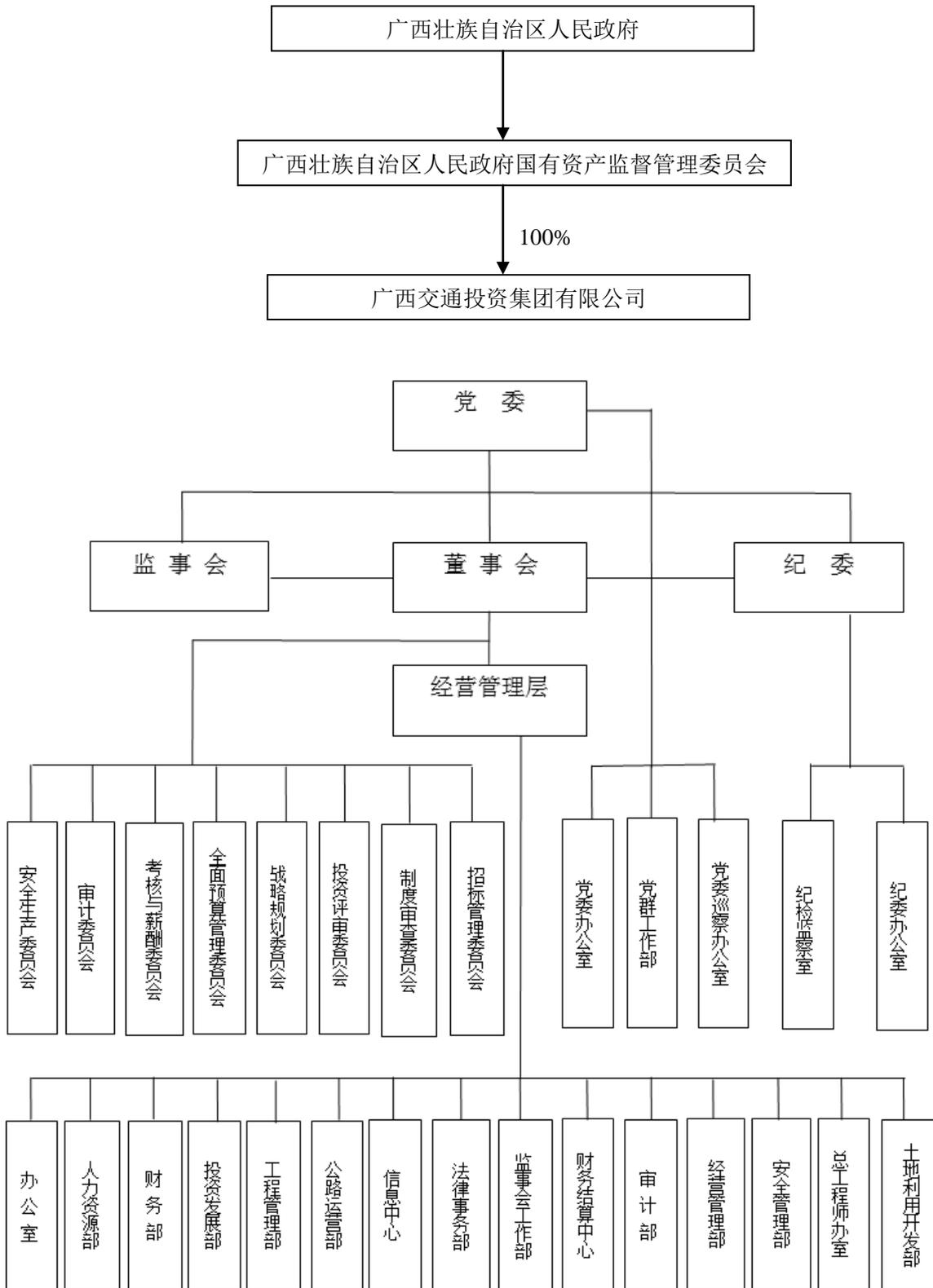
#### 十、存续债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“15 桂交投 MTN001”“17 桂交投 MTN001”“18 桂交投 MTN001”“19 桂交投 MTN001”和“20 桂交投 01/20 桂交 01”，债券余额合计 67.50 亿元。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 570.43 亿元、51.92 亿元和 108.41 亿元，分别为公司上述存续债券余额合计的 8.45 倍、0.77 倍和 1.61 倍。公司经营活动现金流入量对上述债券的保障能力强，EBITDA 对上述债券的保障能力较强。

#### 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 桂交投 MTN001”“18 桂交投 MTN001”“19 桂交投 MTN001”和“20 桂交投 01/20 桂交 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图及组织架构图



## 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	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	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	25.79	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
<b>合计</b>		<b>2931.74</b>	<b>2123.63</b>	--	--

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	85.62	244.86	110.81	203.57
资产总额 (亿元)	2293.28	3629.93	3870.37	4071.57
所有者权益 (亿元)	656.81	1213.40	1296.22	1336.31
短期债务 (亿元)	97.26	261.19	227.04	337.01
长期债务 (亿元)	1380.56	1887.62	2084.09	2126.18
全部债务 (亿元)	1477.83	2148.81	2311.14	2463.18
营业总收入 (亿元)	211.12	263.15	480.38	81.75
利润总额 (亿元)	11.73	12.43	15.91	2.95
EBITDA (亿元)	52.29	61.32	108.41	--
经营性净现金流 (亿元)	31.87	49.43	51.92	10.18
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	10.81	8.69	12.61	--
存货周转次数 (次)	1.88	1.57	2.41	--
总资产周转次数 (次)	0.10	0.09	0.13	--
现金收入比 (%)	103.52	109.83	107.77	113.77
营业利润率 (%)	21.62	19.70	17.68	16.34
总资本收益率 (%)	1.27	1.03	1.96	--
净资产收益率 (%)	1.02	0.57	0.55	--
长期债务资本化比率 (%)	67.76	60.87	61.65	61.41
全部债务资本化比率 (%)	69.23	63.91	64.07	64.83
资产负债率 (%)	71.36	66.57	66.51	67.18
流动比率 (%)	113.70	144.63	129.24	121.42
速动比率 (%)	76.52	108.13	95.91	92.68
经营现金流动负债比 (%)	12.85	10.32	11.50	--
现金短期债务比 (倍)	0.88	0.94	0.49	0.60
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.81	0.81	1.04	--
全部债务/EBITDA (倍)	28.26	35.04	21.32	--

注：1.2020 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 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部)**

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	35.47	66.24	40.65	77.58
资产总额 (亿元)	2087.62	2717.80	3063.90	3193.46
所有者权益 (亿元)	593.62	1005.28	1067.25	1105.60
短期债务 (亿元)	89.62	116.25	117.10	182.63
长期债务 (亿元)	1280.40	1401.67	1605.48	1641.56
全部债务 (亿元)	1370.02	1517.93	1722.58	1824.19
营业总收入 (亿元)	36.51	41.01	46.30	7.87
利润总额 (亿元)	10.31	10.72	19.25	4.49
EBITDA (亿元)	70.48	78.71	43.31	--
经营性净现金流 (亿元)	43.11	48.47	52.25	12.19
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	17.38	32.55	48.44	--
存货周转次数 (次)	13274.30	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	92.50	97.79	104.10	91.60
营业利润率 (%)	44.33	41.20	39.61	23.55
总资本收益率 (%)	3.04	2.62	0.99	--
净资产收益率 (%)	1.53	0.92	1.57	--
长期债务资本化比率 (%)	68.32	58.23	60.07	59.75
全部债务资本化比率 (%)	69.77	60.16	61.75	62.26
资产负债率 (%)	71.56	63.01	65.17	65.38
流动比率 (%)	640.21	496.17	455.14	428.31
速动比率 (%)	640.21	496.17	455.14	428.31
经营现金流负债比 (%)	20.42	15.73	13.48	--
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.57	0.35	0.42
全部债务/EBITDA (倍)	19.44	19.29	39.77	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.39	1.38	4.02	--

注: 1.2020 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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