

信用等级公告

联合[2017]106号

广西铁路投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广西铁路投资集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

广西铁路投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

广西铁路投资集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任



二零一七年二月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

广西铁路投资集团有限公司

2017年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过10亿元（含）

债券期限：不超过7年期（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017年2月16日

主要财务数据

项目	2013年	2014年	2015年	16年9月
资产总额（亿元）	596.98	753.63	882.52	944.36
所有者权益（亿元）	205.72	300.16	339.48	382.47
长期债务（亿元）	259.08	313.10	367.72	360.71
全部债务（亿元）	339.68	400.73	490.56	445.40
营业收入（亿元）	145.75	166.32	139.23	66.24
净利润（亿元）	2.55	3.64	0.05	-2.28
EBITDA（亿元）	9.23	19.64	19.02	--
经营性净现金流（亿元）	-49.85	2.20	0.74	7.04
经营活动流入量（亿元）	194.86	222.97	194.70	181.53
营业利润率（%）	6.77	9.44	10.46	14.91
净资产收益率（%）	--	1.44	0.01	-0.63
资产负债率（%）	65.54	60.17	61.53	59.50
全部债务资本化比率（%）	62.28	57.17	59.10	53.80
流动比率（倍）	1.70	2.57	2.69	2.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.05	0.04	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.47	0.77	0.81	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.92	1.96	1.90	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；上表中三季度数据未经审计、相关指标未经年化。3、上表中已将2013~2015年发行的超短融计入短期债务中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西铁投”）的评级反映了其作为广西壮族自治区政府直属的大型国有独资企业，具有政府支持力度大、铁路建设项目来源稳定等优势。随着铁路发展基金的成立和“区市共担”政策的执行，公司融资压力有所缓解。同时，联合评级也关注到公司2015年收入及利润规模有所下降、未来资本支出压力较大以及物业去化放缓等因素对公司信用水平产生的负面影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进，政府支持力度的进一步增强，公司未来资产规模及资本实力有望得以继续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，我国铁路建设保持较快的发展态势，“四纵四横”的快速铁路网主骨架不断完善，区域路网结构进一步优化。

2. 公司所在地广西壮族自治区经济持续快速发展，财政实力不断提升，对铁路投建需求较大，有利于公司铁路投资建设业务的发展。

3. 公司作为广西壮族自治区内铁路投建的责任主体和广西方产权代表，在项目获取上具有区位优势；广西壮族自治区财政对公司的补贴力度较大，持续性较强。

4. 公司作为广西区内铁路建设的广西方出资代表，自治区政府2010年出台的“区市共担”政策为公司铁路投建项目的资本金来源和筹措提供了有力保证。目前区市共担到位资金稳步提升，政策落实情况良好。

关注

1. 2015年, 大宗商品价格指数总体下行, 公司贸易业务盈利能力进一步下滑, 导致公司收入及利润规模均有所下降; 期间费用对利润侵蚀力度加大; 利润对财政补贴的依赖进一步增强; 此外, 铁路项目投资运营收入不体现在公司损益中, 主营业务盈利能力有待提升。

2. 公司新开工、拟建和续建项目较多, 未来资本支出压力仍属较大, 大额资本支出对公司现金流和偿债能力带来一定负面影响。

3. 公司房地产开发业务开发周期较长, 物业销售均价较低, 存在一定跌价风险。

分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhouk@unitedratings.com.cn

张 雪

电话: 010-85172818

邮箱: zhangx@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、公司概况

广西铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”或“广西铁投”）成立于2008年10月31日，原名为“广西铁路投资（集团）有限公司”，是广西壮族自治区人民政府下属的国有独资有限责任公司，由广西壮族自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）出资并监管，是广西壮族自治区铁路基建项目筹集资金、整合资源和投资建设的重要平台以及合资铁路广西方的产权代表，初始注册资本为20.14亿元。2010年6月，经广西国资委批准，以增加资本金的方式，将公司注册资本增至92.50亿元，实收资本为97.50亿元。2011年，根据桂财企函[2011]185号，公司将原列入实收资本的财政厅2010年拨付的铁路项目建设资金5亿元，调整列入资本公积，调整后公司实收资本为92.50亿元。2014年，经中众益（广西）会计师事务所验资，广西国资委以土地使用权的形式向公司增资34.37亿元；同年，根据桂政函[2014]137号和桂国资复[2014]291号，广西国资委将广西地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）无偿划转至公司，公司实收资本增加15.19亿元。2015年8月25日，经广西国资委批准，公司名称变更为广西铁路投资集团有限公司。截至2016年9月底，公司注册资本为142.08亿元，广西壮族自治区国有资产监督管理委员会持股100%。

2009年以前，公司主要职能为铁路基建项目的投资建设和运营管理。2009年以后，为进一步扩大公司规模，增强公司自身盈利能力，公司开始进行白糖、石化产品、煤炭等大宗贸易业务。2014年7月，广西国资委将地产集团无偿划转至公司，与政府部门合作进行土地的收储和开发。截至2015年底，公司的主要业务范围为铁路基建项目投资建设、大宗贸易以及土地和房地产开发三大板块。

截至2016年9月底，公司下设办公室、计划财务部、党群人力资源部、纪检监察室、审计部、企业发展部、建设工程部、资产经营管理部、土地利用开发部、综合经营管理部、法律事务部、风险管理部、房地产开发部、区级土地运营部、监事工作部和工会等十六个部门（详见附件1）。公司一级子公司10家；下设7个参股铁路项目公司，主要与中国铁路总公司合资组建并从事铁路投资建设等业务；公司拥有在职员工1,004人。

截至2015年底，公司资产合计882.52亿元，负债合计543.05亿元，所有者权益合计339.48亿元（其中归属于母公司的所有者权益合计300.08亿元）；2015年，公司实现营业收入139.23亿元，净利润0.05亿元（其中归属于母公司的净利润-1.44亿元）；经营活动产生的现金流量净额0.74亿元，现金及现金等价物净增加额35.23亿元。

截至2016年9月底，公司资产合计944.36亿元，负债合计561.89亿元，所有者权益合计382.47亿元（其中归属于母公司的所有者权益合计329.86亿元）；2016年1~9月，公司实现营业收入66.24亿元，净利润-2.28亿元（其中归属于母公司的净利润-2.79亿元）；经营活动产生的现金流量净额7.04亿元，现金及现金等价物净增加额-3.64亿元。

公司注册地址：南宁市青秀区金浦路33号港务大厦27层；法定代表人：景东平。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广西铁路投资集团有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”，发行总额不超过10亿元（含10亿元），分期发行，首期基础发行规模5亿元，可超额配售不超过5亿元。本

次债券面值100元，按面值平价发行，期限不超过7年（含7年），可以为单一品种或数个不同的品种。本次债券按年计息，不计复利。本次债券采取单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次公开发行公司债券的募集资金拟用于补充营运资金。

三、行业分析

1. 铁路基础建设行业

（1）行业概况

铁路在国民经济和社会发展中具有重要战略地位，属于国家重点扶持和发展的产业。铁路项目建设一般具有投资规模大、建设和投资回报周期长等特点。近年来，我国铁路基础建设投资规模持续加大，增速逐步提升。

目前，中国干线铁路建设主要采用部省合作模式，即：由中国铁路总公司（以下简称“铁总”）和代表地方政府出资的有关企业在铁路建设时起即按照一定的比例共同出资组建合资公司，作为项目业主，负责包括客运专线、城际铁路、区际通道在内的所有新建铁路项目和部分既有铁路改扩建项目的建设及全过程管理。铁总一般受其控股的合资公司委托负责铁路资产后续的运营管理工作。原铁道部发展计划司是全国合资铁路的归口管理机构，负责督促检查有关管理制度和出资人决定的落实情况。

2009~2010年是中国铁路投资规模快速增长的两年，固定资产投资分别为7,045.27亿元和8,426.52亿元，较2008年的4,168.47亿元有明显提高。在经历了2008~2010年的快速增长后，我国铁路建设进入调整阶段，投资速度明显放缓，2011~2013年铁路固定资产投资规模分别为5,906.09亿元、6,339.67亿元和6,638.00亿元，较2010年分别下降29.91%、24.77%和21.23%，但仍高于2008年投资规模。2014年，我国铁路固定资产投资达8,088.00亿元，比上年增长21.84%；全年共投产新线8,427公里，比上年增长50.86%；新开工的额哈铁路、怀邵衡铁路、杭黄铁路、川藏铁路成都至雅安段等66个项目已全部完成招标并开工建设，超过“十二五”历年新开工项目平均数37个。在“一带一路”战略背景下，铁路基建技术输出也成为我国“走出去”的桥梁。

2015年，全国铁路固定资产投资完成8,238亿元，投产新线9,531公里，其中高速铁路3,306公里，年内61个新项目顺利开工建设。沪昆高铁新晃西至贵阳北段、合福高铁、哈齐高铁、沈丹高铁、京津城际铁路延伸线、吉图珲高铁、临哈铁路额济纳至哈密段、宁安高铁、南昆客专南宁至百色段、丹大快速铁路、黄韩侯铁路、兰渝铁路广元至重庆段、成渝高铁、赣瑞龙铁路、金温铁路、津保铁路、海南环岛高铁西段、张唐铁路等陆续开通运营，“四纵四横”的快速铁路网主骨架不断完善，区域路网结构进一步优化。2016年全国铁路行业固定资产投资完成8,015亿元，较上年略微减少2.71%，投产新线3,281公里、复线3,612公里、电气化铁路5,899公里。2016年新开工项目46个，其中15个项目以地方政府或社会资本投资为主。

路网规模方面，如下图所示，“十二五”期间，全国铁路营业里程逐年稳步攀升，截至2015年底，全国铁路营业里程达到12.1万公里，比上年增长8.2%，居世界第二位。其中高铁营业里程超过1.9万公里，居世界第一位，占世界高铁总里程的60%以上。路网密度126公里/万平方公里，

比上增加9.5公里/万平方公里。其中，复线里程6.4万公里，比上年增长12.5%，复线率52.9%，比上年提高2.1个百分点；电气化里程7.4万公里，比上年增长12.9%，电气化率60.8%，比上年提高2.5个百分点。

图1 十二五期间全国铁路营业里程

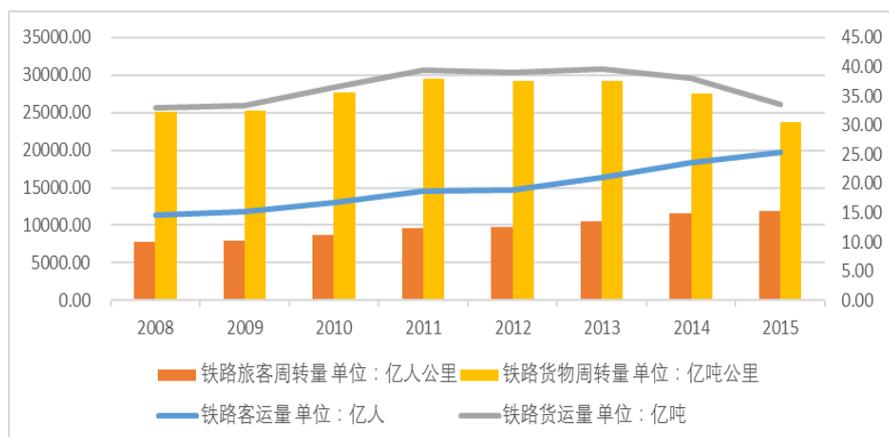


资料来源：国家铁路局

由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。截至2016年底，全国铁路营业里程达12.4万公里，较2015年底增加0.3万公里。全国运营铁路中，高速铁路长度达2.2万公里以上。沪昆高铁全线运营，云桂铁路、渝万高铁等重大项目相继投产。

随着国民经济的增长，我国对铁路运输的需求也逐年增加。2008~2015年，铁路客运量从14.62亿人增长至25.35亿人，复合年均增长率达到7.10%，铁路旅客周转量从7,778.60亿人公里增长至11,960.60亿人公里，复合年均增长率达到5.53%，铁路货运量从33.04亿吨增长至33.60亿吨，复合年均增长率为0.21%，铁路货物周转量从25,106.28亿吨公里略微下降至23,754.30亿吨公里，复合年均增长率为-0.69%。2016年1~11月，铁路客运量累计完成25.69亿人，比上年同期增长10.92%，旅客周转量累计完成11,716.07亿人公里，比上年同期增长4.98%，铁路货运量累计完成24.03亿吨，比上年同期减少3.34%，铁路货物周转量累计完成19,144.16亿吨公里，比上年同期减少2.93%。

图2 中国铁路运输情况



资料来源：国家统计局

总体看，铁路建设行业是我国经济的重要支柱产业，近几年我国铁路建设保持较快发展，铁路客运输量保持快速增长，为公司经营发展提供了良好的外部条件。

（2）行业关注

铁路建设资金缺口大，融资成本较高

目前，我国铁路建设资金来源主要包括国家预算、地方政府投入、银行贷款等渠道，而债务融资逐渐成为铁路投资建设的主要融资模式。根据中国铁路总公司财务报告，截至2015年底负债为4.09万亿元，较2013年底增长11.14%，增速有所放缓，资产负债率66.00%，负债负担有所加重。负债的大幅增长进一步提升了铁路建设的融资成本，由于铁路行业盈利状况不佳，这种融资模式与铁路经营水平和盈利能力极不匹配。

投融资体制不完善，社会资本参与度低

近几年，为大力发展我国铁路基础建设，拓宽投融资渠道，国务院先后出台了《关于城市优先发展公共交通的指导意见》等一系列文件制度，通过特许经营、战略投资、信托投资、股权融资等多种形式，吸引和鼓励社会资金参与铁路基础设施的建设和运营，并规定在市场准入标准和优惠扶持政策方面，对各类投资主体同等对待。然而在实际操作过程中，受投资标的缺乏明确主体边界、经营管理权受限、铁路收益分配机制、运价机制、结算机制复杂而不透明等多方面因素影响，社会资本参与度不高，对铁路基础建设融资贡献较小。

铁路货运量及周转量有下降趋势

近年来我国宏观经济增速放缓，对铁路货运需求量大的煤炭、钢铁、水泥等大宗货物运输量总体有所下降，随着我国经济转型的持续进行以及经济增长的持续放缓，铁路运输量及周转量预计会受到影响。

总体看，铁路建设投融资体制不完善，融资渠道单一、资金缺口大是阻碍我国铁路基础设施行业发展的关键问题。

（3）行业政策

2013年8月，国务院印发了《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，明确推进铁路投融资体制改革，以多方式多渠道筹集建设资金。意见还要求不断完善铁路运价机制，建立铁路公益性、政策性运输补贴的制度安排，为社会资本进入铁路创造条件。

2014年4月，国务院常务会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，主要包括五个方面：一是设立铁路发展基金，拓宽建设资金来源，吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年2,000~3,000亿元；二是创新铁路建设债券发行品种和方式，2014年全年向社会发行1,500亿元，并实施铁路债券投资的所得税优惠政策；三是引导银行等金融机构积极支持铁路建设，扩大社会资本投资规模；四是对铁路承担的公益性、政策性运输任务，中央财政在一定期限内给予补贴，逐步建立规范的补贴制度；五是加强统筹协调，保证在建项目顺利实施，抓紧推动已批复项目全面开工，尽快开展后续项目前期工作，确保铁路投资稳定增长和铁路建设加快推进。

2014年7月，国务院印发了《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，提出以政府引导与市场自主开发相结合的方式，支持铁路运输企业以自主开发、转让、租赁等多种方式盘活利用现有建设用地，鼓励铁路运输企业对既有铁路站场及毗邻地区实施土地综合开发，提高铁路建设项目的资金筹集能力和收益水平。

2014年11月，国务院印发《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，要求加快推进铁路投融资体制改革，用好铁路发展基金平台，吸引社会资本参与，扩大基金规模。《意见》强调向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域（郊）铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有

权、经营权，进一步加大对社会资本参与的支持力度。

2015年7月10日，国家发改委印发《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），进一步鼓励和扩大社会资本对铁路的投资，拓宽投融资渠道，完善投资环境，合理配置资源，促进市场竞争，推动体制机制创新，促进铁路事业加快发展。

2016年7月13日，国家发改委颁布《关于印发《中长期铁路网规划》的通知》（发改基础[2016]1536号），对远期铁路建设进行了新一次的布局规划，是推进铁路建设的基本依据，对加快铁路建设，完善各部门协同机制，形成工作合力并营造良好建设环境有重要作用。

总体看，国家对铁路基建行业支持力度较高，对未来铁路行业的持续快速发展起到了积极促进作用，未来国家铁路建设将积极引入民间资本，拓宽铁路建设的融资渠道。

（4）未来发展

经过近几年的加速建设，我国铁路发展成就显著。2015年底，全国高铁运营总里程位居世界第一，以“四横四纵”为主架的高铁网初具规模，全年铁路固定资产投资总额较2014年有所增长，保持高投资。然而，与发达国家相比，我国的路网密度和人均铁路里程仍处于世界较低水平，与经济社会需求存在较大差距，未来建设空间巨大。

2016年印发的《中长期铁路网规划》是我国铁路基础设施的中长期空间布局规划，目标规划到2020年铁路网规模达到15万公里，覆盖80%以上城市，到2025年进一步扩铁路大网络覆盖，铁路网规模达到17.5万公里，其中高速铁路3.8万公里，更好发挥对经济社会发展的保障作用。高速铁路在原规划“四纵四横”的主骨架基础上，增加高速铁路，形成“八纵八横”的主通道骨架。普速铁路网将重点扩大中西部路网的覆盖，完善东部网络布局，提升既有路网质量，形成覆盖广泛、内联外通、通边达海的普速铁路网，提高对扶贫脱贫、地区发展、对外开放、国家安全等方面的支撑保障能力。到2025年，普速铁路网规模达到13.1万公里左右，并规划实施既有线扩能改造2万公里左右。

总体看，铁路基础设施建设作为经济社会快速发展和城镇化推进的重要支撑，一直受到中央政府和地方政府的高度重视。目前我国铁路基础设施的整体水平仍较为落后，根据最新的铁路规划来看，未来铁路建设仍存在较大发展空间。

（5）广西壮族自治区铁路基础设施建设

从广西壮族自治区铁路投资建设情况来看，2005年以前，广西铁路投资建设进度较慢，投资额较小，整体处于相对落后状态，一定程度上制约了广西壮族自治区经济的发展。2008年7月4日广西壮族自治区政府出台了《关于掀起交通建设新高潮的决定》，提出了优先发展交通，制定了多渠道筹措交通建设资金、切实解决交通建设用地征地问题等一系列支持交通发展的政策措施，力争到2020年将南宁建设成“一枢纽（南宁国际综合交通枢纽），两大港（海港、空港），三通道（泛北部湾海上、南宁-新加坡陆路、南宁-东盟国家航空），四辐射（辐射广东、湖南、贵州、云南）”的出海出边国际大通道。基本形成各种运输方式布局合理、结构完善、便捷通畅、安全可靠的现代化综合交通体系。

2008年以来，广西壮族自治区实施铁路建设项目25个，建设里程约3,000公里，共完成铁路建设投资约2,000亿元，双线或电气化铁路里程超过2,200公里。截至2014年底，全区铁路营业里程达到了4,711公里，较上年底增加了729公里。其中，高铁营业里程达715公里，比上年底增加492公里，高铁线路从上年1条增加到2014年的柳南、贵广、南广等3条客运专线。动车开行时速200公里及以上的里程达1,481公里，占铁路营业总里程的31.4%，通达城市从上年6个，增加到2016年底除河池、

崇左之外的12个地级市。

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”。

2015年9月，自治区党委书记、自治区人大常委会主任彭清华，自治区主席陈武与中国铁路总公司总经理盛光祖在南宁举行会谈。铁总将大力支持广西今年新开工的合浦至湛江铁路、贵阳至南宁客运专线项目；支持将南宁至凭祥、防城港至东兴等项目列入规划；在制定国家“十三五”乃至中长期铁路网规划时，将统筹考虑铁路建设总体布局和广西实际需求，支持柳州经贺州至韶关铁路、柳州至肇庆铁路和益湛铁路升级改造等项目建设。

广西壮族自治区人民政府在2017年政府工作报告中指出，铁路方面要加快建设贵阳至南宁高铁、合浦至湛江铁路，竣工南昆铁路南宁至百色段增建二线、黎湛铁路电气化改造(广西段)等项目，加快南宁至崇左、北海至玉林至梧州至贺州城际铁路前期工作并力争开工建设，开工防城至东兴高铁、焦柳铁路怀化至柳州段电气化改造等项目。

总体看，受益于政府支持等系列因素影响，近几年广西壮族自治区内铁路发展迅速，且未来仍有较大发展空间。

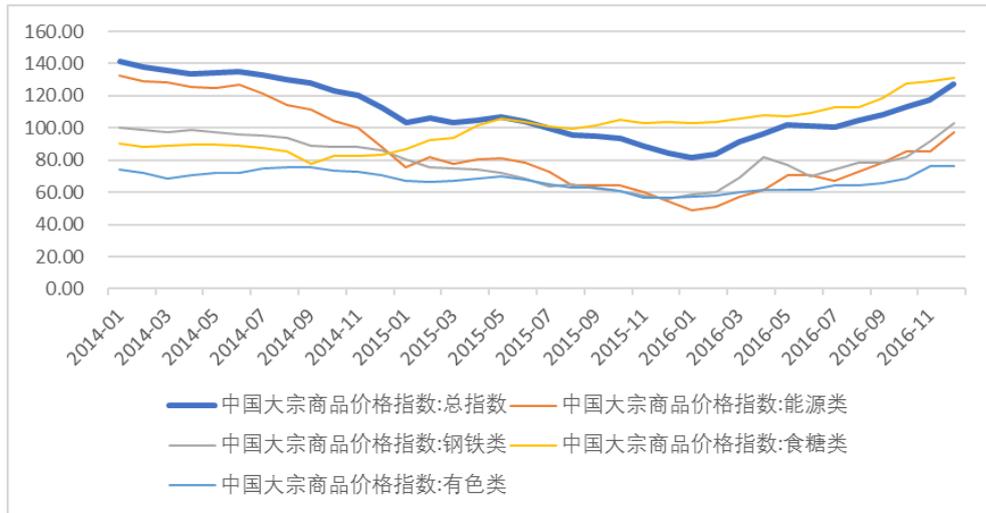
2. 大宗贸易行业

近年来，国内贸易对国民经济的贡献逐渐增强，近10年产业增加值占中国GDP的比重平均在8%左右，在第三产业增加值中名列首位，增长速度基本高于GDP增速。

根据国家统计局公布的数据显示，2013~2015年中国全年国内生产总值分别为588,019亿元、635,910亿元、676,708亿元，三年复合增长率达到7.28%；2013~2015年全年社会消费品零售总额分别为237,810亿元、262,394亿元、300,931亿元，三年复合增长率达到12.49%。其中，限额以上单位消费品零售额分别为110,704亿元、133,179亿元、142,558亿元，三年复合增长13.48%。目前中国仍然处在并长期处在工业化和城镇化推进的阶段，未来经济发展空间较大，对大宗商品的需求仍然旺盛。

中国是煤炭、谷物、钢铁等多种大宗商品的最大消费国，大宗商品贸易在我国整体贸易中占据了重要地位，大宗商品价格的变化对我国经济发展、物价水平、进出口等方面都会产生重大影响。近几年，受国际政治经济形势变动以及国内政策和供需变化影响，国内大宗商品价格出现了较大规模的波动：原油受国际政治及经济形势影响，价格波动较大；煤炭受需求放缓和产能过剩双重影响，价格下行压力还将不断增加。2015年，受国际政治经济形势变动以及国内政策和供需变化影响，国内大宗商品价格出现了较大规模的波动，2015年除食糖商品价格指数有所回调外，其他商品价格指数均有不同程度的下降，大宗商品价格总指数进入下行通道，市场景气度下滑；进入2016年，各类商品价格指数有所反弹，如下图所示：

图3 2014~2016年大宗商品价格指数



资料来源: WIND资讯

总体看,近年来国内经济保持平稳增长,贸易增速依旧维持在较高水平。大宗商品价格在2016年持续回暖,为大宗商品贸易行业的发展创造了良好的环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会直属的国有大型企业之一,注册资本与实收资本规模在广西区内国有集团公司中位居首位,目前形成了铁路基础设施投资建设、大宗贸易等核心业务板块。公司作为广西自治区内铁路投资建设的重要主体,以及合资铁路广西方的产权代表,在区内铁路投资建设业务领域具有垄断地位。截至2016年9月底,公司控股广西梧州新港铁路投资有限公司(以下简称“新港公司”);参股广西沿海铁路股份有限公司(以下简称“沿海公司”)、田德铁路有限责任公司(以下简称“田德公司”)等七个合资铁路公司¹,参建的贵广铁路、南黎铁路等项目均已建成开通;公司目前仍有多个新开工和续建项目。

大宗贸易业务方面,公司借助其国有企业良好的信誉度与资金优势,通过下属全资子公司广西铁投冠信贸易有限公司(以下简称“冠信公司”),积极拓展市场准入门槛较高的大宗贸易业务领域,从事石化产品、煤炭、白糖等大宗商品的采购和销售,是广西区内重要的贸易公司之一。其中,石化产品是资源型、稀缺型的贸易品种,公司具有雄厚资金实力及有利的销售渠道,2010年开始成为广西重要的石化产品贸易商。

总体看,公司作为广西壮族自治区铁路基础设施投资建设的重要主体,在广西区内铁路基础设施建设领域具有垄断地位,项目来源较为稳定;与此同时,公司大宗贸易业务借助于良好的区位优势和资源优势,以大型国有企业背景和相对充足的资金规模为支撑开展,是公司收入的主要来源,在广西区内具有一定竞争优势。

2. 人员素质

公司现有董事4人,监事6人,高层管理人员(含董事)8人,均从事相关业务和管理工作多年,

¹ 公司参股的合资铁路公司中,部分公司由于尚有在建铁路工程,因此股权持股比例为协议比例,最终比例需待完工后确定。

行业和管理经验丰富。

董事长景东平先生，现年52岁，研究生学历；历任柳州铁路分局柳州车站团委书记，柳州铁路分局办公室秘书，柳州铁路分局团委代理书记，柳州北站站长，柳州铁路局劳动和卫生处处长，柳州铁路局总经济师，南宁铁路局总经济师，现任公司董事长、党委书记。

总经理罗伟先生，现年55岁，硕士研究生学历；历任广西黎钦铁路建设指挥部副指挥长、总工程师、广西黎塘铁路建设有限责任公司副总经理，广西地方铁路有限责任公司副总工程师，广西沿海铁路股份有限公司副总经理兼总工程师，广西区铁路建设办公室建设协调处主要负责人，广西区铁路建设办公室建设协调处长，广西区铁路建设办公室副主任，铁道部建设司副司长；现任公司董事、总经理。

截至2016年9月底，公司共有员工1,004人，其中本科人员占比48.1%，硕士及以上人员占比14.94%；管理人员占比67.33%，生产及其他人员占比28.4%，销售及专职审计人员占比4.27%。

总体看，公司领导层从业经验丰富，公司人员配备基本上能够满足目前项目管理需要。

3. 外部环境

(1) 区位优势

公司总部以及主营业务所在地广西壮族自治区，地处中国华南沿海，与广东、贵州、湖南、云南四个省份接壤，南边朝向南海北部湾，并与海南省隔海相望。广西是华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部，是中国通往东盟最便捷的国际大通道，也是西南地区最便捷的出海口，具有沿海、沿边、沿江三大区位优势。

沿海方面，广西海岸线曲折，从东到西分布有铁山港、廉州港等港湾，形成“天然港群海岸”；广西拥有大小港口21个，最终开发潜力达年吞吐能力2亿吨以上。沿边方面，广西有8个县（市）与越南接壤，现有边境口岸12个，其中东兴等5个口岸为国家一类口岸，另外还有25个边民互市贸易点，湘桂铁路与越南铁路连接，火车可直达越南河内市。沿江方面，珠江水系的西江，纵横广西境内梧州、贵港等城市，西通云南、贵州，东经广州出海；西江的年径流量是黄河的5倍，运输能力仅次于中国第一大河长江，是连接云南、贵州内河通向广东及港澳地区的一条“黄金水道”。

此外，2008年1月，国家批准实施《广西北部湾经济区发展规划》，设立广西北部湾经济区（以下简称“北部湾经济区”）。北部湾经济区由南宁、北海、钦州、防城港四市所辖行政区域组成，陆地国土面积4.25万平方公里，占广西土地面积的17.9%，2009年底常住人口1,271.73万人，占广西年底常住人口的26.2%。北部湾经济区岸线、土地、淡水、海洋、农林、旅游等资源丰富，环境容量较大，生态系统优良，人口承载力较高，开发密度较低，发展潜力较大，是我国沿海地区规划布局新的现代化港口群、产业群和建设高质量宜居城市的重要区域。

(2) 区域经济

近年来，广西经济发展迅速，2015年完成地区生产总值16,803.12亿元，较上年增长8.1%；2015年广西全区组织财政收入2,332.96亿元，比2014年增加170.42亿元，增长7.9%。其中，一般公共预算收入1,515.08亿元，同比增长6.5%。一般公共预算支出完成4,076.42亿元，比2014年增加596.63亿元，增长17.1%。2015年，广西全区一般公共预算中非税收入完成483.51亿元，同口径占比为28%，低于上年3.2个百分点；一般公共预算中税收收入完成1,031.57亿元，总量首次突破千亿元。在支出方面，一般公共预算支出总量突破4,000亿元大关，这是广西财政支出自2010年突破2,000亿元以来，短短4年间翻一番；14个地级市财政支出首次实现全部超过百亿元，其中南宁市财政支出首次

突破500亿元。广西全区财政涉及民生支出3,243.78亿元，占一般公共预算支出比重为79.6%，比上年提高2.4个百分点。三次产业结构调整为15.3:45.8:38.9，产业结构进一步优化；第二产业仍居主导地位，并由资源性产业逐步向高新技术制造业转型；第三产业占比较2014年增加1.0个百分点，虽然较全国第三产业50.50%的占比还有一定差距，但随着广西工业化城镇化加快、居民收入增加、社会保障制度不断完善以及一系列重大战略的实施，未来第三产业有望成为拉动广西经济增长新的亮点。

2015年，广西财政充分发挥财政投资对经济增长的拉动作用，成功发行922亿元政府债券，支持高速铁路等交通基础设施、能源供应保障、保障性安居工程等重大基础设施和重大民生项目建设。广西固定资产投资规模保持快速增长，2015年全区固定资产投资累计完成15,654.95亿元，同比增长17.8%，增幅同比提高1.1个百分点，投资增速高于全国平均水平7.8个百分点、西部平均水平8.8个百分点，排全国第4位、西部第3位，完成自治区确定的年度投资目标任务。

总体看，公司总部以及主营业务所在地广西壮族自治区具备较好的区位优势。广西自治区近年来经济保持快速发展，财政实力不断提升，固定资产投资力度不断加大，为推动广西铁路等基础设施建设的持续发展带来新的动力和重大机遇，也为公司的经营提供了良好外部环境。

4. 外部支持

公司作为广西自治区铁路建设筹措资金、整合资源的重要平台和铁路项目前期投资建设主体，在铁路基建项目资本金筹措上受到了广西壮族自治区人民政府的一系列政策支持和来源保障，具体主要包括“区市共担”、土地注入、铁路发展投资基金、资产划拨和财政补贴五个方面。

(1) “区市共担”

经广西壮族自治区人民政府第十一届72次常务会议审议通过，并由自治区财政厅、自治区铁路建设办公室、自治区国土资源厅联合出台了“桂财建[2011]9号”文件，按照“谁受益、谁负担”的原则，规定铁路建设项目广西方资本金由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措；其中，自治区负责60%，各市负责40%。由于铁路沿线各市筹措资本金往往需要通过土地变现收入等方式取得，筹措周期较长，在实际操作上，往往先通过自治区注入资本金，差额部分由公司通过对外融资取得以满足铁路投资建设需求，而后各市通过土地变现、财政等收入筹措铁路建设资本金并平衡公司借款。

截至2016年9月底，公司已开工铁路项目应收“区市共担”资本金约376.07亿元，其中，自治区本级资本金215.70亿元，铁路沿线各市资本金共计160.36亿元；已到位资本金314.09亿元，其中自治区到位155.45亿元，各市到位共计158.64亿元，全部为货币资金形式出资，列入公司资本公积。

(2) 土地注入

根据公司铁路建设项目资本金筹措的相关安排，部分铁路项目投资由自治区政府以土地作价出资的形式，将土地使用权折抵现金出资，划拨后公司可依照土地管理相关法律法规进行土地使用权的转让、出租和抵押。2011年，广西壮族自治区政府出台了《关于同意将大岭生态园等3个项目土地注入广西铁路投资（集团）有限公司的批复》（桂政办函[2011]51号文），同意将南宁市大岭生态园等三块地以作价出资的形式注入公司。2014年，由于南宁市市政规划的要求，自治区政府重新调整了作价出资的土地地块和面积。根据《关于450103005209GB00058等5宗地土地使用权作价出资方案的批复》（桂政函[2014]176号文），自治区政府将南宁市青秀区凤岭南路南面、青环路东面的南宁大岭生态园等已具备作价出资条件的5宗地块投入公司，地块总面积达31.51万平方米，

评估总价约34.37亿元。截至2015年底，公司已经取得上述全部土地的国有土地使用权证。

（3）铁路发展投资基金

根据《广西壮族自治区人民政府关于设立广西铁路发展投资基金的批复》（桂政函[2014]34号）文件，2014年6月由公司下属全资子公司广西铁投资产管理有限公司（以下简称“铁投资产”）和海通开元投资有限公司（以下简称“海通开元”）合资发起铁路发展投资基金，并成立了广西铁路投资发展基金管理公司（以下简称“基金管理公司”）。该项基金成立的目的在于发挥政府性资金杠杆效应解决铁路建设地方配套资金不足的问题，提高广西铁路建设再融资的能力。基金计划总规模200亿元，分期进行发行，基金发行后由基金管理公司负责运作，存续期十年，到期后由公司回购或资本市场退出作为基金内社会募集资金的退出方式。基金首期发行规模约为50亿元。截至2016年9月底，首期募集资金已全部到位，其中广西铁投出资约15亿元，政府引导性财政出资15亿元，社会资本出资20亿元；二期基金正在募集，已到位20.53亿元。

铁路基金作为广西铁路项目建设的专用资金，在一定程度上弥补了广西铁路投资建设资金短缺的情况，缓解了公司的融资压力，是广西“区市共担”政策的有力补充；此外，通过参与铁路建设项目、铁路沿线土地开发和配套物流设施等相关产业的多元化投资，铁路基金也实现了保值增值和自身的平衡发展。

（4）资产划拨

根据广西壮族自治区人民政府在2014年7月下发的《广西壮族自治区人民政府关于广西地产（集团）有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂政函[2014]137号），同意广西壮族自治区国资委将广西地产（集团）有限公司无偿划转至公司。该次划转以地产集团在2014年6月30日的净资产15.19亿元和合并前公司注册资本之和作为合并后公司的注册资本。2015年7月6日，广西壮族自治区人民政府下发《关于同意广西大锰锰业有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂国资复[2015]100号），同意将广西大锰锰业有限公司（以下简称“大锰公司”）以净资产注入的形式整体并入公司，并以大锰公司2014年12月31日的净资产总额16.19亿元作为合并后公司新增的注册资本（大锰公司资产尚未合并，根据批复将并入2016年公司年报）。

地产集团和大锰公司的划转扩大了公司的整体规模。由于地产集团具有土地储备和开发职能，大锰公司集锰矿开采加工、制造和进出口贸易等业务于一体，此次划转进一步提升了公司在土地开发、贸易等相关业务方面的综合盈利能力和竞争实力。

（5）财政补贴

为提升公司综合盈利能力，广西自治区政府每年会根据项目建设和公司业务发展情况提供一定的财政补助资金，主要是铁路建设项目贷款贴息和土地合作开发政府补助。2013年，公司获得政府补助共计2.83亿元；2014年，公司获得当期政府补助共计7.48亿元，其中自治区财政对铁路建设项目贷款贴息达5.40亿元；2015年，公司获得自治区财政对铁路建设项目贷款贴息款共7.40亿元，体现了广西自治区政府对发展的强有力支持。

总体看，公司所在区位优势突出，外部发展环境良好，政府支持力度大，为公司整体运营提供了有力支撑。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，公司采取董事会领导下的总经理负责制，不设股东会，由出资人广西国资委行使股东会职权，决定公司的重大事项，形成了出资人、董事会、监事会和管理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制，并严格按照《公司法》等法律法规要求运作。

公司出资人为广西国资委，负责指定公司非职工代表担任的董事、监事和高级管理人员，制定公司的战略发展规划或经营方针，审批公司董事会报告、监事会报告、利润分配方案、财务预算决算等，批准公司重大投资、融资计划，并对公司债券、增加或减少股本以及公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定。

董事会规定由7人组成，设董事长1人，现由4名成员组成；董事会成员全部由出资人委派，董事任期三年，任期届满可连任。董事会负责制订公司发展战略规划和年度投资、融资计划，决定授权范围内公司的投资、资本运营及融资方案，制定公司利润分配方案、财务预算决算，以及公司的其他基本管理制度。当前公司实有董事4人。同时，公司董事均由自治区国资委委派，没有通过民主方式选举产生的职工代表董事。

监事会由6名成员组成，其中监事会主席1人，股东监事3人，由出资人指派；职工监事2人，由公司职工代表大会选举产生。监事会列席涉及公司经营决策的所有会议，检查公司的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况，对公司财务、及董事和高管人员行为进行监察，并定期向广西国资委汇报。

截至2016年9月底，公司经营层设董事兼总经理1人，副总经理7人，其中副总经理兼总会计师1人，副总经理兼总工程师1人，副总经理兼总法律顾问1人。总经理就公司的生产和经营管理对董事会负责，重大决策事项由公司董事会决定。

总体看，公司法人治理结构能较好满足公司运作需要，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

2. 管理体制

公司根据其章程规定和“三重一大”决策制度实施办法等相关文件准则，编制了《广西铁路投资集团有限公司制度汇编》，并每年对其进行修订完善。

财务管理方面，公司按照国家《会计法》等有关会计法律法规的规定，制定完善了财务制度体系，规范财务运作程序，健全内部控制制度，确保财务管理科学和高效。目前，公司制定了《广西铁路投资集团财务管理暂行办法》、《广西铁路投资集团预算管理暂行办法》，其中对财务开支、报销流程、资金收支、筹融资、采购管理、固定资产以及下属企业财务上报等方面进行了具体规定和管理。公司每年还通过社会公开招聘专业人士，对其财务状况进行专题检查和定期抽查。

内部控制方面，公司实行内部审计制度，对公司和所属控股子公司的财务收支和经济活动进行内部审计监督，未经董事会批准不得为其他企业进行经济担保。此外，公司对其下属全资、控股子公司设定了一定的投资权限，按不同投资额制定合理的投资决策流程，确保了公司对不同规模投资决策的正确与高效。

风险管理方面，公司十分重视构建风险防范和应对能力，通过内部防火墙设置、相关制度体系建设等加强重要环节和重点领域的风险防控。目前，公司已与国内顶尖的风险管理专业机构——深圳市迪博风险管理技术有限公司（以下简称“迪博公司”）开展战略合作，搭建全面风险管理

体系。同时，迪博公司将在公司未来发展壮大过程中持续提供有关内部控制、全面风险管理的解决方案。

综合看，公司整体运作规范，具备比较完备的内控组织体系，各项制度可执行性强，管理水平较高，有利于促进生产效率全面提升，降低经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为铁路投资建设管理、大宗贸易和土地开发等。其中铁路投资建设业务方面，公司既是广西地区内铁路建设投资的责任主体之一，又是所参与建设铁路项目广西方的产权代表，资产规模占比较大；然而由于运作模式的特殊性，其收益以投资收益形式体现，并不反映在公司的营业收入中。公司的营业收入主要为大宗贸易收入和房地产开发收入。

2013~2015年公司主营业务收入分别为138.75亿元、154.28亿元和126.19亿元，2015年商品购销业务利润下滑，公司缩减业务规模。2013~2015年公司净利润分别为2.54亿元、3.64亿元和0.05亿元。

从收入构成来看，公司主营业务收入以商品购销收入为主，近年来占主营业务的比重均在95%以上，2015年大宗商品市场环境较为低迷，公司缩减了该板块业务规模。公司其他板块包括房地产开发、利息手续费及佣金收入等，占主营业务收入的比重不大，对公司收入规模影响较小。

表1 公司近三年主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项 目	2013 年度			2014 年度			2015 年度			2016 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品购销	136.18	98.15	1.85	148.62	96.33	2.05	124.20	98.42	1.01	55.62	97.00	1.52
房地产开发	1.53	1.10	23.61	3.68	2.38	19.86	0.14	0.11	22.66	0.45	0.78	-4.04
利息佣金及其他	0.95	0.68	96.87	1.90	1.23	97.29	0.35	0.28	100	0.35	0.30	100
旅游观光业务	0.10	0.07	37.39	0.08	0.05	33.41	0.06	0.05	-158.84	-	-	-
担保费收入	--	--	--	--	--	--	0.08	0.07	100	--	--	--
代理费收入	--	--	--	--	--	--	1.34	1.06	88.64	--	--	--
土地开垦	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.60	1.05	26.96
其他	--	--	--	--	--	--	0.01	0.01	--	0.05	0.87	97.96
合计	138.75	100.00	2.76	154.28	100.00	3.66	126.19	100.00	2.24	57.34	100.00	2.74

资料来源：公司审计报告

注：1、上表中2013、2014年财务数据采用中审亚太三年连审审计报告，2015年审计报告采用致同出具的审计报告。

从利润来源来看，商品购销是公司主营业务毛利润的稳定来源，2015年其毛利额占当期主营业务利润总额的44.44%；其次为代理费业务，2015年其毛利额占当期主营业务利润总额的41.91%，其他板块业务对公司毛利额贡献相对较小。

从毛利率情况来看，2013~2015年公司主营业务毛利率波动下降，2015年为2.24%，主要系商品购销毛利率下降所致；2015年商品购销毛利率同比下降至1.01%，主要系石化产品及白糖贸易业务毛利率大幅下降所致；公司代理业务主要系子公司地产集团参与相关市、县（区）一级土

地收储、开发业务²，该业务收入规模及盈利水平具有较大不确定性；公司旅游观光业务亏损加剧，2015年成本倒挂严重，主要系园区升级改造所致；其他板块业务毛利率波动不大，对公司利润影响不大。

2016年1~9月，公司实现营业收入66.24亿元，净利润-2.28亿元，其中归属于母公司的净利润-2.79亿元，亏损主要系政府补贴尚未到位。

总体看，近三年营业收入总体呈波动下降趋势，2015年公司缩减贸易业务规模，导致公司营业收入同比有所下滑；2015年贸易业务盈利能力下滑导致公司综合毛利率同比有所下降。

2. 业务运营

(1) 铁路投资建设业务

广西铁投是广西区内铁路投资建设的重要主体，也是和中国铁路总公司合建铁路项目中广西方的产权代表，其铁路投资建设项目受自治区政府委托，在广西区内具有垄断地位，受政府政策支持力度较大。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，并筹措自治区及广西区内铁路沿线各市尚未到位的部分铁路建设资金。在铁路建设项目实施过程中，公司根据原铁道部投资计划和项目建设进度将资金划拨给下属各铁路项目公司，由项目公司再下拨给项目建设施工单位。项目建成后，通过第三方审计机构对铁路总公司和地方实际资金投入情况进行评估、审计和核算后，最终确定项目公司各方持股比例，并共同委派高级管理人员作为铁路建设项目公司高管参与项目公司管理工作，项目公司后期运营收益则根据最终协定的持股比例进行分配。

根据广西壮族自治区人民政府出台的“桂财建[2011]9号”文件，按照“谁受益、谁负担”的原则，广西方铁路建设资本金由自治区和铁路沿线各市共同分担筹措。其中，自治区负责60%，各市负责40%。自治区资本金筹措来源除现金外，还可以土地注资形式，将土地使用权折抵现金出资；各市资本金部分则通过财政收入、土地变现等途径，以货币资金形式划拨至公司。由于各市资本金筹措周期较长，在实际操作上，往往自治区注入资本金后，由公司先行对外融资解决铁路建设资金需求，而后再由各市现金投入平衡公司借款。

截至2016年9月底，公司已开工铁路项目应收“区市共担”资本金约376.07亿元，其中，自治区本级资本金215.70亿元，铁路沿线各市资本金共计160.36亿元；已到位资本金314.09亿元，其中自治区到位155.45亿元，各市到位共计158.64亿元，全部为货币资金形式出资，列入公司资本公积；区市共担到位资金稳步提升，政策落实情况良好。但铁路建设项目目前资本金缺口较大，在一定程度上加大了公司的债务负担。

截至2016年9月底，公司下属参股合资铁路项目公司有广西沿海铁路股份有限公司等共计7家，公司参股、控股项目公司情况详见下表：

表2 截至2016年9月底公司下属参股、控股项目公司情况

公司名称	注册资本（亿元）	公司持股（%）	以下简称
广西沿海铁路股份有限公司	32.88	39.64	沿海公司
田德铁路有限责任公司	0.22	49.00	田德公司
黎南铁路有限责任公司	5.00	49.00	黎南公司
柳南铁路有限责任公司	5.00	49.00	柳南公司

² 地产集团协助合作方落实土地开发相关手续获得的收入，咨询顾问收入等这些需要交营业税的都计入营业收入；对于部分地产公司也有资金投入，参与投资的合营行为，属于正常投资行为的，不征营业税，作为投资收益处理。

南广铁路有限责任公司	10.19	23.45	南广公司
云桂铁路广西有限责任公司	1.00	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

资料来源：公司提供

注：1、沿海公司、田德公司和柳南公司的铁路项目已投入运营，上述公司在合并报表中体现为“可供出售金融资产”。
2、对于名下有铁路项目尚在建设期的公司（黎南公司、南广公司、云桂公司和贵广公司），公司持股比例为协议比例，最终比例需待完工后确定。目前，对尚在建设期合资铁路公司的投资在公司合并报表中体现在“在建工程”科目，账面余额为公司对该合资铁路公司承建铁路项目的累计出资额。

截至2016年9月底，公司主要在建铁路工程项目共8个。公司在建项目计划总投资1,462.01亿元，其中广西方配套资本金167.39亿元，公司已出资135.33亿元，公司在建项目及出资情况如下表所示：

表3 截至2016年9月底公司主要在建铁路项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目总投资	广西方出资	累计出资
1	湘桂扩能改造衡阳至柳州段	345.00	58.68	52.39
2	云桂铁路	894.81	57.66	57.91
3	湘桂铁路柳州至南宁段电气化改造工程	15.00	1.00	0.61
4	黎湛铁路电气化改造	27.00	12.00	7.84
5	南昆铁路南宁至百色段增建二线	100.00	12.45	12.62
6	合浦至湛江铁路	64.60	10.00	1.00
7	梧州赤水铁路专用线	5.60	5.60	2.56
8	北海铁山港站第二货场	10.00	10.00	0.41
合计		1,462.01	167.39	135.33

资料来源：公司提供

注：因项目尚在建设中，部分项目最终投资可能会与计划不一致。部分铁路已完工，但因工程审计及股权分配比例未明确，暂计入在建铁路。

截至2016年9月底，公司共完成了13条铁路工程建设，项目总投资合计2,044.38亿元，广西方配套资金合计263.77亿元，具体项目情况如下表所示，上述已完工铁路投资成本已由“在建工程”科目结转到“可供出售金融资产”科目。

表4 截至2016年9月底公司已完工铁路项目情况（单位：亿元）

序号	铁路项目名称	总投资额	广西方配套资金	运营公司
1	德保至靖西铁路	13.78	3.05	田德公司
2	田德铁路	15.60	4.60	
3	沿海铁路扩能南宁至钦州北段	97.60	22.85	沿海公司
4	沿海铁路扩能钦州北至北海段	80.10	16.05	
5	沿海铁路扩能钦州北至防城港段	49.90	10.58	
6	玉林至铁山港铁路	48.52	12.77	
7	沿海铁路扩能黎塘至钦州段	35.66	7.81	
8	南宁至广州铁路黎塘至广州段	410.00	49.00	南广公司
9	柳州至南宁客运专线	230.00	51.74	柳南公司
10	南宁至黎塘铁路(含南宁东站)	192.00	54.10	黎南公司

序号	铁路项目名称	总投资额	广西方配套资金	运营公司
11	贵阳至广州铁路	858.00	18.00	贵广公司
12	钦州大榄坪至保税区铁路支线	4.62	4.62	沿海公司
13	北海铁山港铁路支线	8.60	8.60	沿海公司
合计		2,044.38	263.77	-

资料来源：公司提供

注：钦州大榄坪至保税区铁路支线和北海铁山港铁路支线已于2015年5月由公司移交至沿海公司运营

2016年至2020年，公司计划新建铁路项目6个，项目投资总额807.10亿元，其中广西配套资金191.10亿元。根据公司的项目建设出资计划，2016~2020年出资分别为：32.50亿元、52.50亿元、48.60亿元、33.50亿元和24.00亿元，合计191.10亿元。公司拟建铁路项目计划出资如下：

表5 截至2016年9月底公司拟建项目及出资计划（单位：亿元）

序号	项目名称	计划总投资	广西方出资	广西方出资计划					合计
				2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	
1	贵阳经河池至南宁客专	443.00	130.00	20.00	30.00	30.00	30.00	20.00	130.00
2	防城港至东兴铁路	44.00	15.40	6.00	6.00	3.40	--	--	15.40
3	湘桂铁路既有衡阳至柳州电化	48.60	7.00	0.50	4.00	2.50	--	--	7.00
4	湘桂铁路南宁至凭祥段扩能改造	220.00	20.00	0.50	5.00	7.00	3.50	4.00	20.00
5	焦柳线怀化至柳州电化	30.00	5.00	0.50	2.50	2.00	--	--	5.00
6	柳州火车站扩建工程	21.50	13.70	5.00	5.00	3.70	--	--	13.70
合计		807.10	191.10	32.50	52.50	48.60	33.50	24.00	191.10

资料来源：公司提供

注：贵阳经河池至南宁客专，南昆线百色至威舍增建二线，洛湛铁路永州至玉林扩能三项目仍处申报阶段。

铁路发展投资基金方面，2014年6月由公司下属全资子公司广西铁投资产管理有限公司和海通开元投资有限公司合资发起铁路发展投资基金，并成立了广西铁路投资发展基金管理公司。基金计划总规模200亿元，分期进行发行，基金发行后由基金管理公司负责运作，存续期十年，到期后由公司回购或资本市场退出作为基金内社会募集资金的退出方式。基金首期发行规模为50亿元；截至2016年9月底，首期募集资金已全部到位，其中广西铁投出资15亿元，政府引导性财政出资15亿元，社会资本出资20亿元；二期基金正在募集，已到位20.53亿元。

由于参股的铁路项目公司需要待项目建成后，通过核算实际出资金额确定最终各方持股比例，其在建的铁路工程项目中，公司实际出资累计金额以“在建工程”的账面净值形式得以体现。2013年底以前，合资项目公司建设完成的铁路由项目公司自行运营管理，根据核算后公司的最终持有股权比例在23.5%与49%区间范围内，对合资公司后期经营管理有较大影响，铁路项目建设完成后公司实际投入资金由“在建工程”科目转入“长期股权投资”科目，铁路后期运营收益以投资收益形式得以体现。2013年底，受铁路行业的体制管理影响，各铁路建设项目公司须与南宁铁路局签订委托运输管理协议，铁路建成后不得由项目公司自行进行运营管理，故公司对合资公司不再具有较大影响。根据国家颁布的《企业会计准则》规定，项目建成后，公司“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”体现，原以权益法核算并转入“长期股权投资”的账面价值作为成本法核算的初始投资成本一并转入“可供出售金融资产”科目；由于以成本法进行核算，公司持有已建成铁路项目收益在取得分红或转让时方才体现投资收益。

总体看，公司作为广西壮族自治区内铁路投资建设的重要主体以及合建铁路项目中广西方的产权代表，铁路投资建设项目较多，投资规模较大，受政府支持力度较强，项目来源稳定。铁路投资建设项目资本金筹措方面，广西区政府2011年初出台的“区市共担”政策，政策方案明确、执行力和可操作性较强，此外铁路发展基金也在积极发展进一步扩大募集规模，这些都对公司铁路建设资金筹集起到有效保障作用。

（2）大宗贸易业务

在大力发展铁路投资建设业务的同时，公司借助广西临海的区位优势 and 糖业、有色金属等种类丰富的资源优势，通过其旗下全资子公司冠信公司，积极开展白糖、石化产品、煤炭、钢材以及有色金属等商品的大宗贸易业务³。自2009年从事大宗贸易业务以来，冠信公司依靠大型国有企业良好的信誉度和相对充足的资金规模，贸易业务规模较大。2015年由于大宗商品市场持续走软，公司缩减了钢材贸易业务，导致收入有所下降。2015年以来，由于钢材市场持续疲软，冠信公司减少了钢材贸易业务，同时也缩减了石化产品贸易规模，并逐步加大白糖业务规模，主要贸易品为石化产品、白糖及煤炭。

从产品结构上来看，2013~2015年冠信公司贸易产品中石化产品和煤炭始终占据较大比例，但随着公司经营逐步增加白糖贸易，其营业收入总和达到贸易业务收入的比例下降至2016年9月底的28.56%，受国际油价大幅下跌影响，2015年公司石化产品毛利率为-1.43%，出现成本倒挂。2014年冠信公司钢材贸易规模迅速减少，由于国内钢材市场产能过剩，市场风险积聚，钢材贸易毛利率有所下降，冠信公司从2014年起逐步压缩钢材贸易规模，2015年占比仅0.45%，2016年1~9月冠信公司已没有此项业务收入，未来大宗贸易发展计划以石化产品、煤炭和白糖等大宗商品为主。2013~2016年9月冠信公司大宗贸易业务情况详见下表。总体看，近年来冠信公司调整了贸易品产品结构，盈利能力持续下滑。

³ 公司贸易业务主要由下属冠信公司负责，其他子公司也涉及少量贸易业务。

表 6 2013~2016 年 9 月冠信公司大宗贸易产品明细 (单位: 亿元, %)

产品	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钢材	20.79	15.45	2.52	16.60	11.17	2.31	0.55	0.45	4.38	-	-	-
石化产品	65.38	48.60	1.31	66.06	44.45	1.23	39.51	31.81	-1.43	18.41	33.09	1.84
水泥	0.03	0.02	-1.99	0.01	0.00	4.33	-	-	-	-	-	-
白糖	0.68	0.51	1.29	1.47	0.99	2.40	17.08	13.75	0.21	18.09	32.52	-0.19
煤炭	38.45	28.58	2.17	53.51	36.00	2.72	63.30	50.97	2.65	15.88	28.56	2.97
铜锭	0.06	0.05	0.87	1.95	1.31	5.04	-	-	-	-	-	-
电解铝锭	0.17	0.13	20.00	-	-	-	-	-	-	0.20	0.36	0.07
硅锰合金	2.60	1.93	2.03	1.15	0.77	2.21	-	-	-	0.05	0.09	2.07
铁矿石	2.90	2.16	3.87	2.91	1.96	4.29	0.21	0.17	2.47	0.37	0.66	2.37
化肥	1.93	1.44	2.79	2.89	1.94	2.79	0.11	0.09	0.75	-	-	-
锌矿	0.05	0.04	-0.24	-	-	-	-	-	-	0.10	0.18	2.83
铜精粉	0.06	0.05	4.34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
铁精粉	0.15	0.11	3.71	0.04	0.03	3.66	-	-	-	-	-	-
松节油	0.08	0.06	7.21	-	-	-	-	-	-	-	-	-
生铁	0.14	0.10	3.73	-	-	-	-	-	-	-	-	-
复合橡胶	0.44	0.33	0.48	-	-	-	-	-	-	-	-	-
进口锰矿	0.60	0.45	0.99	0.80	0.54	1.84	0.31	0.25	2.16	1.47	2.65	3.27
锌精矿	--	--	--	-	-	-	0.56	0.45	5.67	-	-	-
卷筒纸	--	--	--	0.99	0.67	0.61	-	-	-	-	-	-
纸浆	--	--	--	0.08	0.05	1.22	0.01	0.01	0.15	-	-	-
电解金属锰	--	--	--	0.17	0.12	2.01	0.25	0.20	1.76	-	-	-
氧化锑矿	--	--	--	-	-	-	0.02	0.01	4.99	-	-	-
手机产品	--	--	--	-	-	-	0.28	0.23	0.42	0.26	0.46	1.50
乙二醇	--	--	--	-	-	-	1.93	1.56	1.36	0.68	1.23	0.46
磷矿石	--	--	--	-	-	-	0.08	0.07	11.12	0.09	0.16	2.04
漂白硫酸盐针叶木浆板										0.02	0.04	0.84
合计	134.53	100.00	1.84	148.62	100.00	2.05	124.20	100.00	1.01	55.62	100.00	1.52

资料来源: 公司提供

注: 公司贸易业务主要集中于冠信公司, 与表1中贸易收入规模略有差异。

冠信公司贸易产品采购主要以国内为主, 其中钢材、白糖和铁矿石采购地主要在广西, 煤炭采购地主要在贵州, 石化产品有部分从新加坡进口, 主要是生物燃料油、轻循环油等。冠信公司大宗贸易销售以内销为主, 销售渠道主要集中在国内下游批发商, 销售方式主要为现货交易。其中, 水泥和钢材主要在广西壮族自治区内销售, 主要用于自治区内基建项目建设; 石化产品主要销往东北和华南地区, 主要用于船用和炼油厂; 煤炭主要销往广西区内电厂, 用于火力发电; 白糖主要销往北方市场, 主要用于食品加工企业及工业生产。

大宗贸易业务及结算模式方面, 冠信公司密切关注国际和国内市场上产品价格波动和供需变化, 其中, 针对石化产品冠信公司在获取贸易订单明确产品需求后才下达采购指令, 货到后三个月内完成付款, 并积极利用延期信用证、汇率掉期等金融工具, 锁定大宗商品贸易的价格和汇率。冠信公司煤炭采购以先款后货为主, 煤炭销售到货后电厂先付总价的80%, 待发票、运输单等单据齐全后方才拨付剩余20%的尾款; 由于公司煤炭收入占比较大, 煤炭的采购和销售结算方式导致公司预付款项和应收款项规模的大幅增加, 对公司资金形成了一定的占用。冠信公司白糖等其他产品的采购主要为先货后款形式, 其销售主要为先款后货形式, 大大提高了资金使用效率, 但在公司大宗贸易整体规模中占比较小。

2015年冠信公司大宗贸易业务中, 前五大销售客户销售额合计56.85亿元, 占冠信公司贸易销售总额的45.77%; 前五大供应商交易金额合计60.23亿元, 占比48.99%。2014~2015年冠信公司客户集中度提高, 主要客户保持不变, 供应商集中度基本不变, 主要供应商略有改变。冠信公司对合作伙伴的选择坚持审慎态度, 在正式建立合作关系前, 均对供应商的资信及经营实力做出全面

评估及实地考察。贸易销售方面，冠信公司通过与主要合作客户签订长期合作协议建立良好的战略合作关系，以保障公司业务来源的稳定和业务规模的持续增长。2014~2015年冠信公司大宗贸易前五大客户和供应商情况见下表：

表7 2014年冠信公司大宗贸易业务前五大客户和供应商情况（单位：亿元，%）

客户名称	业务收入	占比	供应商名称	交易金额	占比
广西物资储备有限公司	31.76	21.37	珠海市华峰石化有限公司	23.26	15.87
珠海华城环保科技有限公司	9.82	6.61	广西合信精煤加工有限责任公司	18.80	12.83
大连万鸿石油化工有限公司	9.62	6.47	广西金伍岳能源有限公司	13.81	9.43
珠海市华峰石化有限公司	6.13	4.12	航道石油有限公司	7.13	4.86
贵州省息烽宏达矿业有限公司	5.79	3.90	上海富巍国际贸易有限公司	9.27	6.33
合计	63.13	42.27	合计	72.27	49.32

资料来源：公司提供

表8 2015年冠信公司大宗贸易业务前五大客户和供应商情况（单位：亿元，%）

客户名称	业务收入	占比	供应商名称	交易金额	占比
广西物资储备有限公司	40.03	32.23	广西金伍岳能源有限公司	28.62	23.28
珠海市华峰石化有限公司	5.87	4.73	广西合信精煤加工有限责任公司	14.02	11.40
珠海华发商贸控股有限公司	4.28	3.44	东莞市虎门港船舶物资供应有限公司	6.51	5.30
广西百煤物流有限责任公司	3.89	3.13	珠海市华峰石化有限公司	6.41	5.21
广州市龙国贸易有限公司	2.78	2.24	百色百矿集团有限公司	4.67	3.80
合计	56.85	45.77	合计	60.23	48.99

资料来源：公司提供

整体来看，冠信公司借助于良好的区位优势和资源优势，以大型国有企业背景和相对充足的资金规模为支撑，其大宗贸易业务实现快速增长，贸易业务整体盈利能力较稳定，并与部分交易方建立了长久的战略合作关系。未来随着贸易经验的积累和市场影响力的提高，冠信公司贸易业务规模有望进一步扩大。同时，受大宗商品市场环境不景气影响，冠信公司贸易规模有所收缩，收入及利润规模均有所下滑。

（3）土地开发业务

土地协议转让

公司在其铁路投资建设项目资本金筹集中，一部分资金由自治区政府以土地作价出资的形式，将土地使用权作价作为政府资本金注入公司，由公司变现后用于铁路项目投资。截至2016年9月底，公司以作价出资形式取得区政府土地注入共计31.51万平方米，经评估后计入资本金的作价出资总额达34.37亿元，已全部获得国有土地使用权证；土地注入情况见下表。

表9 截至2016年9月底区政府注入公司土地情况（单位：平方米、万元）

地块位置	地块编号	总面积	作价出资额
南宁市青秀区凤岭南路南面，青环路 东侧	450103005209GB00058	64,596.11	70,358.08
	450103005209GB00059	65,987.84	53,674.51
	450103005209GB00060	74,545.68	81,195.15
	450103005209GB00061	40,109.23	56,209.07
	450103005209GB00062	69,911.02	82,299.25
合计		315,149.88	343,736.07

资料来源：公司提供

为获得更多资金以支持铁路项目投资建设，经广西国资委批复同意，公司与广西保利置业集团有限公司子公司广西保利前城投资有限公司合作，将政府作价出资注入土地以协议转让国有产权方式进行全部变现，变现总额为34.46亿元。截至2016年9月底，土地协议转让已到位资金累计为34.46亿元。

总体来看，公司通过土地协议转让获取的大额资金为未来铁路项目的投资建设提供了有力保障。

土地开发利用

公司下属子公司地产集团发挥土地开发的政策优势及资金优势，参与相关市、县（区）一级土地收储、开发，按约定分配收益。2015年该部分实现代理费收入1.34亿元；实现投资收益4.25亿元。

地产集团名下东葛路“绿地中央广场”项目，为地产集团与绿地（香港）控股有限公司（以下简称“绿地公司”）合作开发的项目，双方拟采用“代建+在建工程转让”模式进行项目合作，即先由地产集团委托绿地公司对项目进行代建，代建至项目投资达到总投的25%（不含土地）后按照国资监管规定进行挂牌转让，转让方为地产集团，意向受让方为地产集团与绿地公司双方设立的新项目公司—广西绿地鑫铁置业有限公司，截至2015年底，该项目账面价值31.05亿元，计入存货。

此外，广西中房联合投资有限公司负责开发沧海项目-沧海新区核心建设工程，沧海核心区范围39平方公里，沧海项目合作开发范围22.28平方公里，可供出让用地不少于8,000亩，截至2015年底，该项目账面价值11.94亿元，计入存货。广西桂泰耕源投资有限公司负责开垦的忻城县、象州县、柳城县与靖西县土地账面价值合计4.66亿元。

总体看，2015年地产集团借助自身优势，继续推进与政府合作开发项目。

（4）房地产开发业务

公司实际从事房地产开发的子公司共有11家，包括桂林市冠信房地产有限公司、广西吉丽嘉益投资有限公司、广西梧州市苍海建设实业发展有限公司、广西地产（集团）有限公司、广西桂泰地和武宣投资有限公司、广西桂泰耕源投资有限公司、广西北海桂泰投资有限公司、广西北海金浦投资有限公司、广西桂泰金浦投资有限公司、广西桂中鑫地置业有限公司和柳江县源和房地产开发有限公司。截至2016年9月底，上述公司的房地产开发项目共计17个，其中，已完工项目5个，在建项目4个，拟建项目8个，但项目主要集中于三、四线城市，或存在一定的去化压力，具体情况如下表。

表10 截至2016年9月底房地产开发项目情况

编号	项目名称	项目位置	开发单位	开发状态
1	远辰·国际文化新城一期	桂林市临桂镇世纪	桂林市冠信房地产有限公司	已完工
2	远辰·国际文化新城二期	北道东侧		已完工
3	远辰·国际文化新城三期			已完工
4	学校	临桂县城大学北路 东侧		已完工
5	远辰·国际文化新城四、五期			已完工
6	远辰·国际文化新城六期 41#、 42#楼	桂林市临桂镇世纪 北道东侧		在建
7	远辰·国际文化新城七至八期	--		拟建

编号	项目名称	项目位置	开发单位	开发状态
8	润和春天项目	武宣镇城东路	广西桂泰地和武宣投资有限公司	在建
9	绿地中央广场	南宁市青秀区东葛路延长线	广西地产(集团)有限公司	在建
10	金悦蓝湾	良庆区百灵路	广西吉丽嘉益投资有限公司	在建
11	--	苍梧县城东片区	广西梧州市苍海建设实业发展有限公司	拟建
12	靖西县宾山商业中心项目	靖西县龙潭片体育中心附近	广西桂泰耕源投资有限公司	拟建
13	--	合浦县城东环岛到与公园路东延线交汇处	广西北海桂泰投资有限公司	拟建
14	--	廉州镇东环大道西侧处	广西北海金浦投资有限公司	拟建
15	--	浦北县县城越秀大道烈士纪念碑北向	广西桂泰金浦投资有限公司	拟建
16	桂中·凤凰城	来宾市城南新区	广西桂中鑫地置业有限公司	拟建
17	柳江县“柳源居”	柳江县拉堡镇铜鼓岭南面	柳江县源和房地产开发有限公司	拟建

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，上述11家实际开展房地产业务的子公司中，桂林市冠信房地产有限公司、广西桂泰地和武宣投资有限公司已实现部分房地产销售收入，其他子公司房地产项目均为在建或拟建项目，尚未实现房地产销售收入。

已完工及在建项目分别由公司全资三级子公司桂林市冠信房地产有限公司（以下简称“桂林冠信”）、全资四级子公司广西桂泰地和武宣投资有限公司（以下简称“武宣公司”）以及地产集团负责开发，桂林冠信具有房地产开发二级资质（该公司除正在开发的“远辰·国际文化新城”项目外，没有其他已开发完成的房地产项目）；武宣公司和地产集团具有房地产开发暂定资质⁴。

桂林冠信具有房地产开发二级资质。该公司除正在开发的“远辰·国际文化新城”项目外，没有其他已开发完成的房地产项目，该项目位于桂林市西城区。桂林冠信2013~2015年及2016年1~9月房地产业务经营情况如下表所示：

表11 近年来桂林冠信房地产业务经营情况（单位：万元，万平方米，万元/平方米）

类别	开发完成投资	开工面积	施工面积	房屋竣工面积	房屋销售面积	销售均价	销售收入
2013年（含商铺及住宅）	11,514	7.39	14.10	3.08	7.53	0.38	28,960.00
2014年（含商铺及住宅）	10,763	0	11.02	5.71	2.35	0.38	8,900.38

⁴ 桂林市冠信房地产有限公司为冠信公司下属全资子公司，广西桂泰地和武宣投资有限公司为地产集团下属全资孙公司。

2015年(含商铺及住宅)	7,802	0	5.31	0	0.45	0.36	1,482.40
2016年1~9月(含商铺及住宅)	6,240	0	5.31	0	1.21	0.39	4,787.00

资料来源:公司提供

注:以上数据含商铺和住宅,销售面积和销售均价包括预售部分。

武宣公司主要负责“武宣县润和春天”项目的经营开发,“武宣县润和春天”项目建设地点位于武宣镇城东路,地块地理位置优越,交通便利,基础设施基本成熟,为项目建设提供了良好的条件。项目规划总用地面积23,479.27平方米,该项目从2014年2月底开工至今,部分建筑已实现封顶,2016年已结全部交付使用。武宣公司2014年、2015年及2016年1~9月房地产业务经营情况如下表所示:

表12 2014年~2016年9月底武宣公司业务经营情况(单位:万元,万平方米,万元/平方米)

类别	开发完成投资	施工面积	销售面积	销售均价	销售收入
2014年(含商铺及住宅)	3,500	2.94	0.09	0.57	512
2015年(含商铺及住宅)	5,256	7.44	1.30	0.30	--
2016年1~9月(含商铺及住宅)	2,570	-	1.50	0.30	4,500

资料来源:公司提供

注:以上数据含商铺和住宅,销售面积和销售均价包括预售部分。

总体看,公司房地产业务收入规模较小,开工周期较长,物业销售均价较低,物业去化速度放缓,存在一定的经营风险。

3. 经营效率

由于公司大宗商品贸易业务盈利能力有所减弱,2015年公司缩减了大宗贸易规模,2013~2015年公司营业收入和利润总额出现波动下降,2015年公司营业收入和利润总额分别为139.23亿元和0.22亿元,较2013年分别复合下降2.26%和75.22%,综合盈利能力下降较快。与此同时,随着公司房地产开发项目的增加,公司的存货水平也相应增长,2015年公司存货周转次数为1.51次,远低于2014年的2.43次。由于公司应收账款规模的快速增大,公司应收账款周转次数随之出现大幅下降,2015年公司应收账款周次数为6.22次,较2014年7.87次有明显下降。随着公司总资产规模的持续扩大,近两年公司总资产周转率也出现下滑,2014~2015年二者分别为0.25次和0.17次。

总体看,随着公司业务规模和资产规模的持续增长,公司经营效率存在一定程度下滑。

4. 经营关注

(1) 未来资本支出压力较大导致的信用风险

铁路基础设施投资建设方面,公司目前新开工和续建项目较多,未来几年面临大额资本支出,尽管政府出台的“区市共担”等政策对铁路建设资本金筹集起到了有力保障,但由于各市资本金筹措难以集中到位,实际操作中公司需要先行融资并投建,未来融资需求和资本支出压力较大,这些可能导致一定的信用风险。

(2) 铁路项目运营盈利能力受限

目前公司大部分铁路项目处于建成投产初期,运营成本较高;此外,受广西动车所检修能力不足影响,动车未实现充分利用,日开行对数不足,这些都严重限制了公司现阶段铁路项目运营的盈利水平,虽然已规划新建桂林和南宁两处动车所以提升动车检修能力和使用率,但铁路运营收益受政府政策、需求变化和成本控制等系列综合因素影响,未来仍具有一定不确定性。

（3）期间费用上涨产生的经营风险

近几年随着公司铁路投资建设项目数量和整体业务规模的不断增加，公司资产和负债水平也大幅增长，进而导致公司财务费用、管理费用等期间费用的快速增长，对公司营业利润形成吞噬，对公司盈利能力造成了一定的负面影响；此外，近两年公司盈利水平很大程度依赖于政府的财政补助资金，如未来广西壮族自治区人民政府对公司的财政补助政策发生变化，将直接影响到公司的盈利能力。

5. 重大事项

2015年7月6日，广西壮族自治区人民政府下发了《关于同意广西大锰锰业有限公司整体并入广西铁路投资集团有限公司的批复》（桂国资复[2015]100号），同意将大锰公司以净资产注入的形式整体并入公司，此次合并以大锰公司2014年12月底的净资产总额16.19亿元作为公司新增的注册资本，目前仍在变更手续办理阶段（截至2016年9月底，大锰公司仍暂未并入合并报表）。

大锰公司成立于2001年7月，原为广西国资委下属的国有独资公司，大锰公司主营业务包括锰矿石开采和贸易、电池生产与销售等。根据审计报告，截至2015年底，大锰公司总资产63.94亿元，总负债47.04亿元，净资产16.90亿元。2015年度大锰公司实现营业收入19.05亿元，净利润0.03亿元。

总体看，大锰公司的并入将进一步扩大公司的资产和收入规模，为公司业务的多元化深层次发展和资产协同效应的充分发挥提供了有力条件，从而推动公司的综合盈利能力和竞争优势得以大幅提升。

6. 未来发展

未来公司将全力加快广西“市市通高铁”建设，推进铁投集团可持续发展。重点表现在以下几个方面：

（1）加强铁路建设投资和管理

公司将继续发展铁路建设投资和管理的主业。“十三五”期间广西铁路建设提速，铁路客运专线、区际干线、北部湾沿海城际干线和通向东盟的国际通道建设将使公司获得更大的发展空间。从2013年起，由公司作为出资方之一的湘桂铁路扩能改造工程、沿海铁路南钦段等高铁陆续竣工并开通运营，公司铁路项目投资收益有望增长。

（2）做大综合性经营业务

公司同时将做大做强综合性经营业务。为实现可持续发展，在做好铁路建设投资管理主业的同时，公司将加大力度做好综合性经营，以子公司作为经营平台，力争扩大大宗货物贸易业务规模和影响力；同时，争取在土地开发领域尽快取得突破。

总体看，未来公司将围绕铁路建设运营工作展开，加大筹资渠道，提高资金使用效益，推进铁路建设工作的进一步开展；同时公司将同步推进土地收储和开发工作，实现资金回笼。总体看，公司未来发展规划较为清晰，发展方向明确。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2013年~2014年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（普通特殊合伙）审计，2015年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见审计报告，2016

年三季度报表未经审计，公司财务报告遵照财政部最新《企业会计准则》的规定编制。截至2015年底，公司拥有9家子公司，较上年底增加1家，对公司整体影响很小，财务数据可比性较强。2015年，公司无会计政策及会计估计变更，但存在前期重大差错更正，公司进行了追溯调整，对2015年审计报告期初数累计影响详见附件2，对公司资产总额、权益合计、营业收入及净利润的综合影响均未超过1亿元，整体影响不大。

截至2015年底，公司资产合计882.52亿元，负债合计543.05亿元，所有者权益合计339.48亿元（其中归属于母公司的所有者权益合计300.08亿元）；2015年，公司实现营业收入139.23亿元，净利润0.05亿元（其中归属于母公司的净利润-1.44亿元）；经营活动产生的现金流量净额0.74亿元，现金及现金等价物净增加额35.23亿元。

截至2016年9月底，公司资产合计944.36亿元，负债合计561.89亿元，所有者权益合计382.47亿元（其中归属于母公司的所有者权益合计329.86亿元）；2016年1~9月，公司实现营业收入66.24亿元，净利润-2.28亿元（其中归属于母公司的净利润-2.79亿元）；经营活动产生的现金流量净额7.04亿元，现金及现金等价物净增加额-3.64亿元。

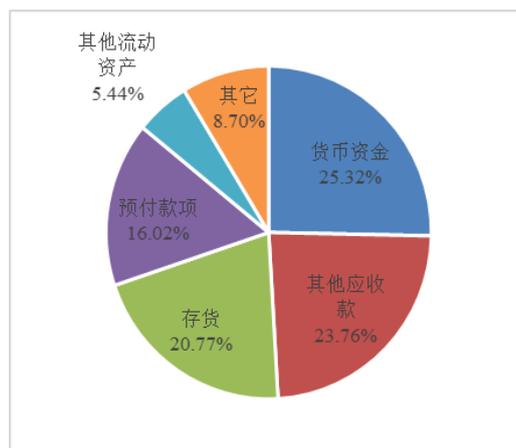
2. 资产质量

随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快。截至2015年底，公司资产合计882.52亿元，三年复合增长率21.59%。从资产构成来看，流动资产占比47.38%，非流动资产占比52.62%，非流动资产占比略高，这主要是公司作为铁路投资建设主体和广西方产权代表的性质所决定的。

（1）流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计418.10亿元，三年复合增长41.43%，主要系货币资金及其他应收款增长所致。流动资产以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主，占比如下图所示：

图4 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司的货币资金由现金、银行存款和其他货币资金组成。近三年，公司货币资金总额分别为70.83亿元、64.54亿元和105.87亿元，三年复合增长22.26%，其中2015年公司货币资金大幅增长64.03%，主要系财政性资金和发行债券募集资金到位所致。截至2015年底，公司货币资金共计105.87亿元，货币资金中银行存款占比87.98%，其他货币资金占比12.01%。银行存款中用于抵押、质押的银行存款共计4.62亿元，被冻结的存款0.19亿元，短期票据保证金9.95亿元；其他货币资金

中，存出股票投资款1.71亿元，期货保证金0.03亿元。

2013~2015年，公司其他应收款账面净额分别为29.31亿元、52.13亿元和99.35亿元，在流动资产中的占比分别为14.02%、16.47%和23.76%，其他应收款三年复合增长率为84.12%，主要系铁山港和大揽坪两条支线铁路移交结算未完成，应收广西沿海铁路公司相关款项有所增加，此外公司给广西大锰锰业有限公司统借统还借款、委托贷款会计核算重分类也导致公司其他应收款大幅增长。2015年底，其他应收款共计提坏账准备1.89亿元，计提比例为1.87%，公司对单项金额重大且抵押物足值的其他应收款按1%计提坏账准备，整体来看计提较为充分。公司其他应收款前五名如下表所示，占其他应收款总额合计的45.81%，总体看风险相对分散，但较大规模的其他应收款对公司资金形成一定占用。

表 13 2015 年底单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 (单位: 万元)

债务人名称	是否关联方	账面余额	坏账准备	账龄
广东振海能源投资有限公司	否	34,858.84	348.59	2~3 年
桂林市正中房地产开发有限公司	否	30,000.00	3,000.00	2~3 年
兴安盟神马矿业有限责任公司	否	28,770.49	287.70	1~2 年
广西梧州中恒集团钦州北部湾房地产有限公司	否	21,000.00	210.00	1~2 年
南宁市仁德房地产开发有限责任公司	否	19,000.00	190.00	1~2 年
合计	-	133,629.33	4,036.29	-

资料来源：公司提供

公司的存货主要由贸易业务库存商品和房地产开发成本构成，2013~2015年，公司存货净额分别为47.21亿元、75.23亿元和86.82亿元，三年复合增长35.61%，公司存货的快速增长主要是房地产开发成本增加所致。2015年底公司房地产开发成本账面净值为70.41亿元，在存货中占比达81.09%，其中用于抵押的土地使用权账面价值总计26.21亿元。2015年受钢材、石化产品价格下跌因素影响，公司对其部分库存商品计提存货跌价准备共计1.15亿元。公司房地产项目开发周期较长，物业销售均价相对较低，存货面临一定的跌价风险。

2013~2015年，公司预付款项账面净值分别为36.23亿元、61.96亿元和66.96亿元，年均复合增长35.95%，主要是柳州市泛宇投资公司、广西合信精煤加工有限责任公司等单位的预付购房款和购煤款，2015年公司预付款项按账龄列示，一年以内的预付款项占比57.74%、1~2年的占比29.34%、2~3年的占比7.20%、3年以上的占比5.73%。账龄超过一年的大额预付款项中前10笔预付款项共计24.21亿元，其中预付机关事务局征地拆迁款4.48亿元；因合同未执行完毕，预付梧州市苍海项目龙圩区指挥部征地工作分指挥部3.49亿元、预付梧州市苍海项目苍梧县指挥部3.04亿元。

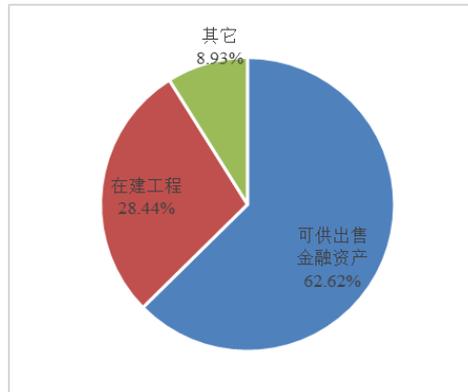
2013~2015年，公司应收账款波动增长，三年复合增长2.92%。截至2015年底，公司应收账款合计17.47亿元，较上年大幅下降30.72%，主要系贸易业务规模缩减所致。

2014年公司开展委托贷款业务，带动当年其他流动资产大幅增长。截至2015年底，公司其他流动资产22.73亿元，较上年下降12.10%，主要系委托贷款减少所致。其他流动资产以委托贷款为主，占比82.62%。

(2) 非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 464.42 亿元，较 2013 年复合增长 9.41%；非流动资产以可供出售金融资产和在建工程为主，如下图所示：

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2014 年以前，公司铁路建设项目完工后实际投入成本由在建工程科目结转至“长期股权投资”科目并体现；2013 年底，受铁路行业体制管理影响，铁路项目建成后由南宁铁路局统一运营管理，公司对项目公司不再具有较大影响，根据国家会计准则规定，公司“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”体现，原以权益法核算并转入“长期股权投资”的账面价值作为成本法核算的初始投资成本一并转入“可供出售金融资产”科目。因此，2014 年底公司长期股权投资由 2013 年底的 22.41 亿元大幅下降至 0.30 亿元；可供出售金融资产由 2013 年底的零值增加至年底 225.08 亿元，全部为成本法核算。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 290.84 亿元，较上年底增长 29.22%，主要系铁路项目完工结转所致。公司可供出售金融资产主要以成本法计量，截至 2015 年采用成本法计量的可供出售金融资产占比为 96.53%，2015 年公司新增采用公允价值计量的可供出售金融资产，账面价值 10.08 亿元，主要系公司持有的上市公司股票，其中主要为光明房地产集团股份有限公司（600708）、中山公用事业集团股份有限公司（000685）、合力泰科技股份有限公司（002217）、北京梅泰诺通信技术股份有限公司（300038）、上海海立（集团）股份有限公司（600619）等上市公司股票。以成本法计量的可供出售金融资产明细如下表所示，其中广西沿海铁路股份有限公司、柳南铁路有限责任公司的投资占比较大。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产未计提减值准备，考虑到公司可供出售金融资产以铁路项目为主，减值风险不大，整体看可供出售金融资产质量较高。

表 14 截至 2015 年底公司以成本法计量的可供出售金融资产明细（单位：万元）

被投资单位	期末账面余额
北京桂铁九鼎投资合伙企业（有限合伙）	9,000.00
广西德艺投资管理有限公司	5.00
广西沿海铁路股份有限公司	999,304.23
田德铁路有限责任公司	65,908.02
柳南铁路有限责任公司	634,460.82
黎南铁路有限责任公司	428,085.94

南广铁路有限责任公司	498,529.93
贵广铁路有限责任公司	172,308.50
合计	2,807,602.43

资料来源：公司年报

2013~2015年，公司在建工程账面价值分别为346.12亿元、176.55亿元和132.10亿元，三年复合下降38.22%，主要为铁路项目完工结转至可供出售金融资产所致。期末重要的在建工程以云桂铁路建设项目（账面余额55.75亿元）和湘桂铁路北段建设项目（账面余额55.42亿元）为主，在建工程未计提减值准备。公司财务分析中在建工程统计口径与前述经营分析中重要在建工程统计口径存在差异，部分路段存在已建成通车，但由于股权等原因尚未办妥，仍列报在在建工程核算的情况。

截至2015年底，公司所有权和使用权受到限制的资产合计42.73亿元，占资产合计的4.84%，占比较小，其中货币资金16.51亿元，存货26.21亿元。

截至2016年9月底，公司资产合计944.36亿元，较年初增长7.01%，主要系其他应收款增长较快所致；其中流动资产408.53亿元，较年初下降2.29%，主要系货币资金减少以及一年内到期的非流动资产重分类所致；非流动资产535.83亿元，较年初增长15.38%，主要系持有至到期投资增长所致，其为公司将委托贷款重分类，部分委托贷款从年初的一年内到期的非流动资产、其它流动资产、其他非流动资产三个科目核算重分类到持有至到期投资科目核算；此外，随着铁路项目投资的进一步推进，公司在建工程也有所增长。

总体看，近三年随着公司经营规模的扩大，公司资产规模增长较快。铁路投资基金的逐步到位带动公司货币资金规模大幅增长，未来其将为公司铁路建设提供一定资金支持，公司整体资产质量较好。

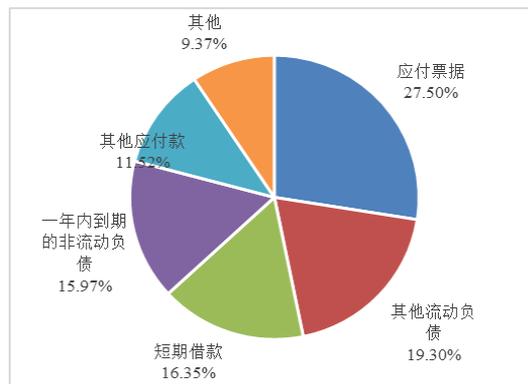
3. 负债和所有者权益

(1) 负债

近三年，公司负债总额分别为391.26亿元、453.48亿元和543.05亿元，三年复合增长17.81%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款和应付债券等大幅增加所致。2015年底公司负债结构来看，流动负债占比28.60%，非流动负债占比71.40%，非流动负债占据主导地位。

2013~2015年，公司流动负债分别为123.24亿元、123.06亿元和155.33亿元，三年复合增长12.27%；截至2015年底，公司流动负债合计155.33亿元，较上年底增长26.22%，主要系应付票据增长所致。公司流动负债以短期借款、应付票据、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，如下图所示：

图 6 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2013~2015年，公司短期借款金额分别为54.37亿元、49.96亿元和25.39亿元，三年复合下降31.66%，主要系公司债券募集资金到位偿还部分借款所致。2015年底，公司短期借款中质押借款占比17.34%；保证借款占比68.86%；信用借款占比13.80%。

2013~2015年，公司其他应付款分别为28.64亿元、21.76亿元和17.89亿元，年均复合下降20.97%；2015年底公司其他应付款大幅减少主要系公司单位往来减少所致。2015年底，其他应付款中账龄超过一年的重要应付款主要为应付梧州市国土资源储备中心5.20亿元、应付广西丽原文化产业有限公司5.21亿元、应付佛山市辉腾投资有限公司3.32亿元，具体情况如下表所示：

表 15 截至 2015 年底公司账龄超过 1 年的重要其他应付款明细（单位：万元）

债权单位名称	期末余额	未偿还原因
柳州高新区安瑞金属材料有限公司	292.00	保证金
上海乐嘉石油化工有限公司	119.89	未结算
梧州市国土资源储备中心	51,975.00	借款未到期
佛山市辉腾投资有限公司	33,221.20	借款未到期
广西丽原文化产业有限公司	52,068.35	往来款
航洋公司	451.49	未结算
中铁十一局集团有限公司	488.13	工程质保金
中铁上海工程局有限公司	565.49	工程质保金
合计	139,181.56	--

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司应付票据金额为42.72亿元，较2013年底复合增长70.16%；2015年底较去年底大幅增长85.15%，系公司信用证付款方式增加所致。

公司一年内到期的非流动负债主要由长期借款和长期应付款结转而来。2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债分别为1.50亿元、14.59亿元和24.81亿元，三年复合增长306.66%；2015年底公司一年内到期的非流动负债大幅增加主要是长期借款到期所致。长期借款以质押借款为主，占结转前长期借款的比重为68.79%。

近三年，公司其他流动负债波动较大。截至2015年底，公司其他流动负债合计29.97亿元，较上年底增加29.87亿元，主要系公司新增短期应付债券所致。其他流动负债主要为短期应付债券29.92亿元，明细如下表所示。本报告已将该项负债计入短期债务中核算。

表 16 截至 2015 年底公司短期应付债券明细 (单位: 万元)

债券名称	面值	按面值计提利息	期末余额
2015 年第一期超短期融资券	100,000.00	1,819.73	99,696.00
2015 年第二期超短期融资券	100,000.00	1,341.37	99,700.00
2015 年第三期超短期融资券	100,000.00	220.36	99,775.00
合计	300,000.00	3,381.45	299,171.00

资料来源: 公司年报

截至2015年底, 公司非流动负债合计387.71亿元, 非流动负债以长期借款和应付债券为主, 二者占比分别为67.10%和27.74%。其中长期借款260.15亿元, 三年复合增加6.06%, 主要是对银行的质押、抵押和信用借款; 长期借款偿还期限分布较为分散, 未来不存在集中到期偿付风险。

2015 年底, 公司应付债券总额为 107.57 亿元, 主要是公司近两年发行的企业债、中期票据和定向债, 债券期限为 5~10 年, 预计未来不存在集中偿付问题, 2015 年底应付债券较上年底增长 54.23%, 主要系 2015 年成功发行中期票据、定向债及公司债所致, 应付债券明细如下表所示:

表 17 截至 2015 年底公司应付债券明细 (单位: 万元)

项目	期末余额
2012 年企业债	99,512.75
2014 年企业债	99,343.01
2012 年中期票据	79,646.92
2014 年第一期中期票据	119,919.54
2014 年第二期中期票据	99,836.53
2015 年中期票据	79,925.30
2013 年定向债	99,752.38
2014 年定向债	99,971.63
2015 年定向债	99,348.30
2015 年第一期公司债 (私募)	99,200.00
2015 年第一期公司债 (公募)	99,200.00
小计	1,075,656.37

资料来源: 公司年报

2013~2015年, 公司全部债务随公司负债规模扩大而逐年上升, 三年复合增长率为20.17%; 截至2015年底, 公司全部债务为490.56亿元, 其中短期债务占比25.04%, 长期债务占比74.96%, 长期债务占很比例。2015年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.53%、59.10%和52.00%, 整体的债务负担一般。

截至2016年9月底, 公司负债合计561.89亿元, 较年初小幅增长3.47%, 负债结构较年初来看, 长期应付款增长较快; 全部债务合计445.40亿元, 较年初减少9.21%, 系短期债务的减少所致。

总体看, 公司负债规模逐年增长, 整体负债水平适中。公司负债以非流动负债为主, 长期借款和应付债券规模较大, 未来公司存在一定资本偿付压力。

(2) 所有者权益

2013~2015年, 公司所有者权益年均复合增长28.46%; 截至2015年底, 公司所有者权益合计339.48亿元, 较上年底增长13.10%, 其中归属于母公司的所有者权益300.08亿元。归属于母公司的

所有者权益中，实收资本占比47.35%、资本公积占比48.71%，未分配利润占比2.84%。实收资本较上年底无变化，仍全部来自于股东出资；资本公积较上年底增加23.03亿元，其中收到南宁市拨付铁路建设融资土地变现资金14.84亿元、收到柳州市拨付铁路建设融资土地变现资金4.50亿元。由于公司铁路建设投资主要体现在可供出售金融资产和在建工程中，对利润影响有限，因此公司未分配利润占比较小，符合公司业务运营及财务处理特点。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计382.47亿元，较年初增长12.66%。

总体看，公司所有者权益中实收资本与资本公积占比较高，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015年公司实现营业收入139.23亿元，近三年复合减少2.26%，主要系公司主营大宗贸易业务市场状况不佳所致。2013~2015年，公司分别实现净利润2.55亿元、3.64亿元和0.05亿元，盈利水平波动下降，近三年复合减少86.39%。

从期间费用方面来看，近三年公司期间费用分别为8.24亿元、17.18亿元和23.35亿元，三年复合增长68.41%，主要为公司财务费用大幅上升所致。近三年公司财务费用分别为5.85亿元、14.58亿元和20.38亿元，主要是由于公司债务规模的不断扩大导致财务费用的提升。近三年期间费用占营业收入的比重分别为5.65%、10.33%和16.77%，期间费用的大幅增长，对公司的营业利润存在一定程度的侵蚀。

由于公司铁路投资建设项目建成后，须转交南宁铁路局进行统一运营管理，公司铁路项目运营收益在投资收益中得以体现。2013~2015年，公司投资收益分别为0.62亿元、0.07亿元和4.58亿元，三年复合增长172.36%；2015年公司投资收益大幅增长，系子公司地产集团与政府合作开发土地所取得的收入大幅增加所致。

近三年，公司资产减值损失分别为0.26亿元、2.43亿元和3.08亿元，复合增长率达241.98%。公司资产减值损失主要由坏账损失和存货跌价准备构成；2013年底，公司从审慎经营的角度出发，对其应收款项风险管理及坏账准备计提管理规定等制度进行了修订，导致2014年公司坏账损失总额较2013年增加8.35倍；此外，受外部环境变化影响，公司在2015年计提存货跌价准备1.15亿元，进一步引发了公司当年资产减值损失的大幅增加。

2013~2015年，公司营业外收入分别为3.23亿元、8.68亿元和7.65亿元，其中政府补助收入分别为2.83亿元、7.48亿元和7.40亿元，体现了广西壮族自治区人民政府对公司发展的支持力度。2015年公司实现利润总额0.22亿元，利润总额对投资收益和营业外收入依赖性仍属较强。

从盈利指标看，2015年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.44%、2.30%和0.01%，总资本收益率与总资产报酬率较去年分别降低了0.47个百分点和0.56个百分点，净资产收益率较去年减少了1.43个百分点，主要系2015年公司净利润大幅降低所致，盈利能力明显减弱。

2016年1~9月，公司实现营业收入66.24亿元；营业利润-3.75亿元；净利润-2.28亿元，其中归属于母公司的净利润-2.79亿元。

总体看，2015年大宗商品贸易业绩下滑导致公司收入及利润双双下降，利润对投资收益及营业外收入依赖性仍属较强，主营业务盈利能力有待进一步提升；此外，公司期间费用大幅增长，对盈利能力带来一定负面影响，费用控制能力有待加强。但考虑到公司作为广西壮族自治区国资委下属负责铁路建设的重要主体，广西壮族自治区财政对公司的补贴力度较大且具有很好的持续性。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动的现金流净额分别为-49.85亿元、2.20亿元和0.74亿元，经营活动现金流情况存在较大波动。2015年公司减少大宗商品贸易量，导致经营活动现金流入194.70亿元，同比下降14.21%；经营活动现金流出193.96亿元，同比下降12.14%。从收入实现质量看，公司2013~2015年的现金收入比分别为112.45%、96.59%和108.61%，整体销售现金回款状况较好。

近三年，公司投资活动产生的现金流净额分别为4.14亿元、-84.85亿元和-67.09亿元，2014~2015年公司投资活动现金流呈现净流出状态。2015年公司投资活动现金流入主要表现为收回前期发放的委托贷款等其他投资款，计入收到的其他与投资活动有关的现金，2015年公司实现投资活动现金流入63.70亿元，同比下降17.76%；投资活动现金流出130.79亿元，同比减少18.91%。

从筹资活动上看，公司2013~2015年产生的现金流净额分别为84.78亿元、75.91亿元和101.57亿元。近三年公司筹资力度较大，导致公司近三年筹资活动现金流量净额呈波动上升态势。

2016年1~9月，公司经营活动现金净流入7.04亿元，投资活动现金净流出53.65亿元，筹资活动现金净流入42.97亿元。

总体看，目前公司现金流量规模较大，收入实现质量较好；由于公司收入来源以大宗贸易业务为主，经营活动产生的净现金流规模较小，而公司铁路建设所需资金量较大，2015年所需资金以筹资活动现金作为重要补充，公司仍存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司经营规模的扩大，以及借款等融资资金的到位，公司流动资产增长很快，2013~2015年，公司流动比率分别为1.70倍、2.57倍和2.69倍，速动比率分别为1.31倍、1.96倍和2.13倍；2015年底公司流动比率与速动比率较前两年底有所提升，系公司铁路建设筹融资以长期为主，短期债务较少，公司流动性保持了较高水平所致。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为0.88倍、0.74倍和0.86倍，2015年公司现金类资产对短期债务覆盖能力较2014年有所上升；整体看，公司短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标看，公司2013~2015年的EBITDA分别为9.23亿元、19.64亿元和19.02亿元，由于公司铁路建设所需借款规模较高且该项投资不产生折旧摊销，同时营业收入中占比最大的贸易业务实现的利润较少，因此公司EBITDA构成以计入财务费用的利息支出为主，2015年该项占比97.96%。2013~2015年，EBITDA利息保障倍数分别为0.47倍、0.77倍和0.81倍，公司的EBITDA全部债务比分别0.03倍、0.05倍和0.04倍，近三年公司EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比处于较低水平。未来随着债务规模以及资金成本的持续增加，公司长期偿债压力仍将持续，但公司作为广西壮族自治区人民政府下属的国有独资公司，并由广西国资委进行监督管理，是广西壮族自治区铁路基建项目筹集资金、整合资源和投资建设的重要主体，其偿债信誉等方面有较强保障。公司长期偿债能力面临一定压力。

截至2016年9月底，公司银行授信总额622.63亿元，已使用347.73亿元，间接融资渠道畅通。

截至2016年9月底，公司无重大未决诉讼。

截至2016年9月底，公司对外担保合计45.50亿元，被担保方主要为广西民族经济发展资金管理局，系直属于广西壮族自治区财政厅的全民所有制事业单位，由于总额较大，面临一定代偿风险。截至2016年9月底，广西民族经济发展资金管理局已累计归还该笔贷款17.80亿元，余额27.20亿元，按该余额测算的担保比率为7.11%。

此外，2015年9月，公司为大锰公司售后回租业务提供连带责任保证担保，该融租租赁本金5,000.00万元，合计租金总额5,728.48万元。2015年7月，自治区国资委已发文将大锰公司划入公司。后由于大锰公司清产核资工作尚未完成，大锰公司暂未纳入公司2015年度报表合并范围。未来公司对大锰公司并表后，该笔担保将转为公司对内担保。

根据公司提供的编号为NO.B201701120176539707的企业信用报告，截至2017年1月12日，公司无关注及不良类信贷记录，过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强；存在一定的长期偿债压力，但其作为广西国资委下属国有独资公司，偿债能力仍属较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前负债的影响

截至2016年9月底，公司全部债务为445.40亿元。本次拟发行债券规模不超过10亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较小，对公司负债结构将有一定影响。

以2016年9月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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59.92%、54.35%和49.22%，负债水平有所提升。

2. 本次债券偿债能力分析

以2015年底的财务数据为基础，公司2015年EBITDA为19.02亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的1.90倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较好。公司2015年经营活动产生的现金流入194.70亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的19.47倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司作为广西壮族自治区内铁路投资建设的重要主体和广西方产权代表，在自治区内铁路建设项目获取上具有绝对垄断优势；此外，公司大宗贸易业务在市场不佳时注重风险控制，改变贸易结构，收入规模保持稳定，地产集团和大锰公司的整体并入也为公司带来新的发展机遇，公司整体盈利水平和竞争能力有望在外部环境改善后继续提高，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

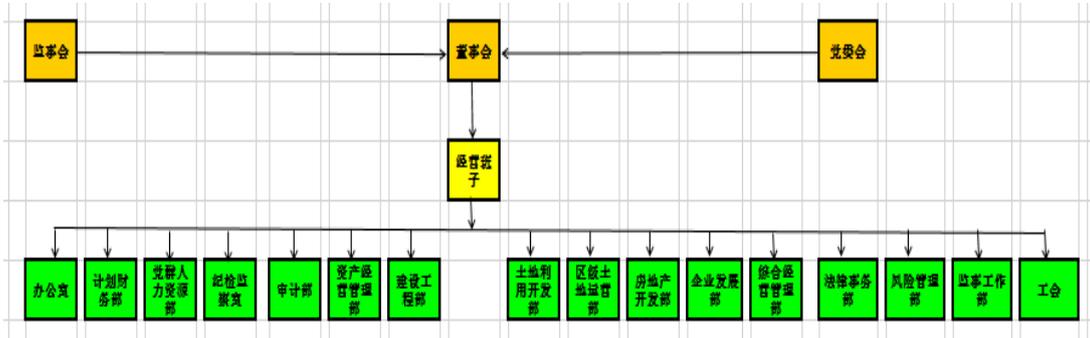
九、综合评价

公司作为广西壮族自治区政府直属的大型国有独资企业，具有政府支持力度大、铁路建设项目来源稳定等优势。随着铁路发展基金的成立和“区市共担”政策的执行，公司融资压力有所缓解。同时，联合评级也关注到公司2015年收入及利润规模有所下降、未来资本支出压力较大以及物业去化放缓等因素对公司信用水平产生的负面影响。

未来，随着公司铁路建设项目的逐步推进，政府支持力度的进一步增强，公司未来资产规模及资本实力有望得以继续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对发行主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件1 广西铁路投资集团有限公司 组织机构图



附件 2 广西铁路投资集团有限公司
2015 年审计报告追溯调整明细
(单位: 万元)

项目	调整前	调整数	调整后
应收账款	252,182.95	-6,308.60	245,874.35
预付账款	616,115.41	-4,520.71	611,594.70
应收利息	20,017.28	1,747.20	21,764.48
其他应收款	521,316.67	-26,867.09	494,449.59
存货	752,262.78	7,580.28	759,843.07
一年内到期的非流动资产	93,505.66	-104.05	93,401.61
其他流动资产	258,614.15	72,532.31	331,146.46
流动资产	3,161,030.59	44,059.35	3,205,089.95
持有至到期投资	160,745.68	-50,745.68	110,000.00
商誉	613.23	480.00	1,093.23
长期待摊费用	188.19	12.60	200.78
其他非流动资产	164,000.00	30,000.00	194,000.00
非流动资产	4,375,309.91	-20,253.09	4,355,056.82
资产总计	7,536,340.50	2,019.64	7,538,360.14
预收款项	50,178.33	574.01	50,752.34
应付职工薪酬	5,938.40	188.96	6,127.36
应交税费	-4,816.65	24,148.13	19,331.48
应付利息	31,665.93	-59.84	31,606.09
其他应付款	217,587.18	-2,188.41	215,398.76
一年内到期的非流动负债	145,902.31	480.00	146,382.31
流动负债	1,229,662.96	23,142.86	1,252,805.82
负债合计	1,663,174.21	3,896.21	1,667,070.42
营业收入	1,492,749.02	3,643.63	1,496,392.65
营业成本	13,352.72	-58.67	13,294.05
营业税金及附加	20,491.18	-678.02	19,813.16
管理费用	145,809.01	-840.45	144,968.57
财务费用	671.17	28,079.98	28,751.15
投资收益	86,793.82	-27,122.56	59,671.27
营业外收入	48,125.49	2,787.14	50,912.63
利润总额	10,743.94	1,979.82	12,723.75
所得税费用	37,381.55	807.32	38,188.87
净利润	252,182.95	-6,308.60	245,874.35

资料来源: 公司年报

附件3 广西铁路投资集团有限公司 主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额 (亿元)	596.98	753.63	882.52	944.36
所有者权益 (亿元)	205.72	300.16	339.48	382.47
短期债务 (亿元)	80.59	87.63	122.84	84.70
长期债务 (亿元)	259.08	313.10	367.72	360.71
全部债务 (亿元)	339.68	400.73	490.56	455.40
营业收入 (亿元)	145.75	166.32	139.23	66.24
净利润 (亿元)	2.55	3.64	0.05	-2.28
EBITDA (亿元)	9.23	19.64	19.02	--
经营性净现金流 (亿元)	-49.85	2.20	0.74	7.04
应收账款周转次数 (次)	--	7.87	6.22	--
存货周转次数 (次)	--	2.43	1.51	--
总资产周转次数 (次)	--	0.25	0.17	0.07
现金收入比率 (%)	112.45	96.59	108.61	123.52
总资本收益率 (%)	--	2.91	2.44	--
总资产报酬率 (%)	--	2.86	2.30	--
净资产收益率 (%)	--	1.44	0.01	--
主营业务毛利率 (%)	2.76	3.66	2.24	--
营业利润率 (%)	6.77	9.44	10.46	14.91
费用收入比 (%)	5.65	10.33	16.77	22.69
资产负债率 (%)	65.54	60.17	61.53	59.50
全部债务资本化比率 (%)	62.28	57.17	59.10	53.80
长期债务资本化比率 (%)	55.74	51.06	52.00	48.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.47	0.77	0.81	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.05	0.04	--
流动比率 (倍)	1.70	2.57	2.69	2.89
速动比率 (倍)	1.31	1.96	2.13	2.22
现金短期债务比 (倍)	0.88	0.74	0.86	1.13
经营现金流流动负债比率 (%)	-40.45	1.78	0.48	4.97
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.92	1.96	1.90	--

注：上表中三季度数据未经审计，相关指标未经年化。

附件4 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件5 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广西铁路投资集团有限公司 2017年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广西铁路投资集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西铁路投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广西铁路投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广西铁路投资集团有限公司的相关状况，如发现广西铁路投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广西铁路投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至广西铁路投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广西铁路投资集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年二月十六日