

广西新发展交通集团有限公司

2016 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100975】

评级对象: 广西新发展交通集团有限公司 2016 年度第一期中期票据

16 桂新发 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 7 月 26 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 25 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2015 年 10 月 30 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	16.33	8.73	16.11	19.41
刚性债务	35.42	36.99	66.75	77.03
所有者权益	61.62	100.12	116.52	121.55
经营性现金净流入量	3.51	4.30	4.60	-3.48
合并口径数据及指标:				
总资产	198.51	258.25	374.35	381.38
总负债	112.62	129.48	197.79	195.34
刚性债务	61.21	59.09	86.48	101.28
所有者权益	85.88	128.77	176.56	186.04
营业收入	161.13	187.71	233.40	58.89
净利润	2.13	3.11	7.21	2.09
经营性现金净流入量	4.67	20.74	27.23	-3.31
EBITDA	7.81	8.89	13.38	-
资产负债率[%]	56.73	50.14	52.83	51.22
权益资本与刚性债务 比率[%]	140.32	217.91	204.17	183.68
流动比率[%]	219.27	202.35	210.86	234.72
现金比率[%]	106.99	97.09	112.49	114.86
利息保障倍数[倍]	2.00	2.26	3.07	-
净资产收益率[%]	2.97	2.90	4.67	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	8.53	27.38	28.43	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	8.69	-5.40	-1.10	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.65	3.19	3.71	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.18	-

注: 根据广西新发展经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com
魏述超 wsc@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广西新发展交通集团有限公司(简称广西新发展、发行人、该公司或公司)16 桂新发 MTN001 的跟踪评级反映了 2017 年以来广西新发展在业务发展、盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在财务杠杆、子公司控制等方面继续承压。

主要优势:

- **良好市场机遇。**根据广西高速公路网规划,广西区域内交通基础设施建设需求仍较大,未来随着城镇化建设及“一路一带”战略的逐步推进,将为广西新发展带来较广阔的市场空间。
- **股东支持。**广西新发展是广西国资委下属重要企业,在资金和市场资源方面能得到股东的支持力度较大。
- **区域竞争力。**广西新发展作为区域内唯一一家拥有公路施工特级资质的企业,且拥有较强的勘察、设计及研发能力,其综合实力在区域内有一定竞争优势。
- **财务情况较好。**广西新发展财务结构较稳健,杠杆水平总体仍保持。公司债务结构合理,经营性现金流表现良好,债务偿还较有保障。

主要风险:

- **利润空间有限。**我国建筑行业竞争日趋激烈,且不断加剧,行业总体经济效益受到一定的抑制。广西新发展施工项目数量多且建设周期长,同时面临建材价格的波动及人工成本的上升,整体利润空间有限。
- **投融资方面承压。**广西新发展施工业务垫资需求多,广西区内路网项目投资规模大,公司投融资及后续经营管控方面持续承压。

- **房地产业务风险。**广西新发展拟投资房地产项目规模较大，随着项目推进，公司营运资金将不断承压，且房地产市场呈现波动态势，房地产开发业务资金回笼面临不确定性。

➤ 未来展望

通过对广西新发展及其发行的上述中票主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性很高，并维持上述中票 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广西新发展交通集团有限公司

2016 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广西新发展交通集团有限公司(以下简称“广西新发展”、“该公司”或“公司”) 2016 年度第一期中期票据(简称 16 桂新发 MTN001) 信用评级的跟踪评级安排, 本评级机构根据广西新发展提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据, 对广西新发展的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析, 并结合行业发展趋势等方面因素, 进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2016 年 1 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 11.50 亿元中期票据发行额度, 有效期至 2018 年 1 月 26 日。公司存续期债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司存续债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 桂新发 MTN001	6	5	3.76	2016-3-25	2016-1	正常兑付

资料来源: 中国银行间债券市场交易商协会

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年, 全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落, 金融市场波动幅度显著扩大, 美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显, 美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧, 热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势, 在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下, 经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展, 稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实, 我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年,全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落,同时经济增速也有所放缓,金融市场波动幅度显著扩大,美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显,美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中,税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲,美联储加息缩表有序推进,特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦,房地产和资本市场存在风险;欧盟经济复苏向好而景气度持续回落,能源价格上涨助推CPI改善,欧洲央行量化宽松将于年底结束,联盟内部政治风险不容忽视;日本经济温和复苏,略有回升的通胀水平依然不高,增长基础仍不稳固,较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中,经济景气度整体上略弱于主要发达经济体;印度经济保持中高速增长,随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现,为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率;俄罗斯、巴西的CPI均处低位,两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间,经济景气度快速下降,复苏势头不稳;南非经济低速增长,南非央行降息配合新任总统推动的国内改革,对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年,我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落,就业形势总体较好;居民可支配收入增速放缓拖累消费增长,消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用;基建疲弱导致固定资产投资增速下降,而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升,投资结构优化趋势持续;进出口贸易增速保持较高水平,受美对华贸易政策影响或面临一定压力;工业生产总体平稳,产能过剩行业经营效益良好,高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长,产业结构持续升级,新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进,新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变,增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效,更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜;防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进,地方政府举债融资机制日益规范化、透明化,地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著,影子银行、非标融资等得以有效控制;央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性,为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境;宏观审慎政策不断健全完善,全面清理整顿金融秩序,金融监管制度不断补齐,为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进,以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节,人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下,“一带一路”建设“走实走深”,自贸区建设深化,我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展

的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

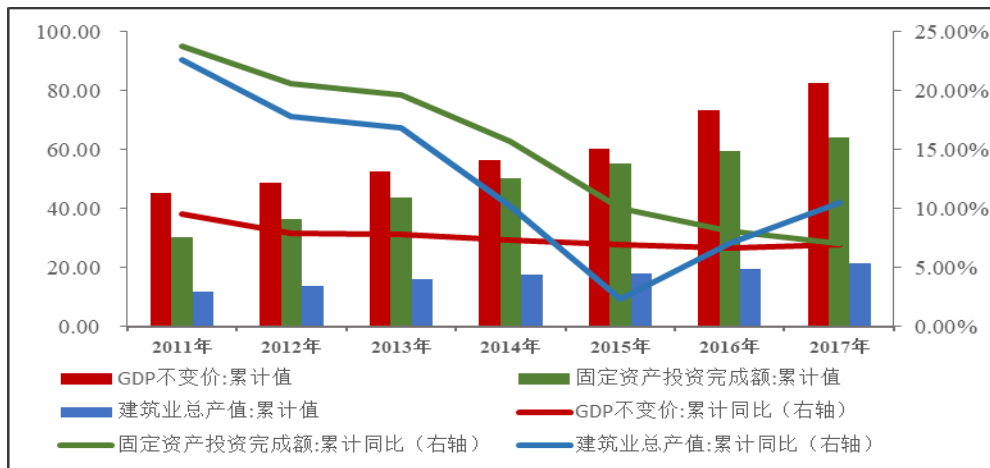
(2) 行业因素

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。但行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

A. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 1.99%。2016 年，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为 74.41 万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计 59.65 万亿元，分别较上年同期增长 6.70% 和 8.14%，尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，当年全国建筑施工业企业完成总产值 19.36 万亿元，同比增长 7.09%。2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年增长 6.9% 和 7.0%，固定资产投资增速较上年同期略微下滑。我国建筑施工业延续 2016 年发展态势，全国建筑业总产值为 21.40 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年提高 3.41 个百分点。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：国家统计局（单位：万亿元，%）

近年建筑行业新签合同额在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2013~2016 年，建筑行业新签合同额分别为 17.48 万亿元、18.47 万亿元、18.44 万亿元、21.28 万亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设投资力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集如雨的行业政策刺激，行业新签合同额强势上涨，2017 年全国建筑施工业增加值 5.57 万亿元，同比增长 4.30%。我国建筑施工业延续 2017 年发展态势，2018 年第一季度建筑施工企业完成总产值 3.87 万亿元，同比增长 13.16%；同期，我国建筑施工企业新签合同金额 5.18 万亿元，同比增长 4.45%。

中长期看，随着我国城镇化的持续推进，“城市更新”、“智能和装配式建筑”、“海绵城市”、“智慧城市”等城市发展新理念的推进，建筑施工业仍具有一定的成长空间。

B. 政策环境

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4 月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5% 的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9 月 12 日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9 月 14 日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工

行业持续、健康发展。

C. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。2017年，建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高及行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范背景下，融资能力强的大中型建筑施工企业在重点工程承揽方面明显占优。

2017年，我国建筑施工行业施工企业数量增加，竞争激烈（技术含量较低的工程施工领域竞争更加激烈）、市场秩序较混乱等多种问题愈加突出。但随着各种工程招投标管理日益规范，资质较高、管理较规范的国有及国有控股企业中标率增加，新签合同金额占比不断升高。2018年第一季度，我国国有及国有控股建筑施工企业新签合同总额 2.08 万亿元，占全行业新签合同总额的 40.15%，较年初略降 0.92 个百分点。

图表 3. 建筑施工行业概况

指标	单位	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	77,822
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	3,934.85

数据来源：国家统计局、Wind

省级建筑施工企业在各省区域内精耕细作，省内市场拥有一定竞争优势。随着业务区域的不断拓展，拥有超高层建筑、地铁建设、住宅建设、专业施工等领域专业技术的省级建筑企业在省外市场中的竞争力逐渐增强。近几年该公司省外业务量有所扩展，但整体业务仍以广西区域为主。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
广西新发展	233.40	9.40	374.35	52.83	7.21	27.23
山西建投	368.88	10.99	539.65	79.35	7.00	10.12
重庆建工	450.50	4.84	672.49	89.62	3.93	28.47
四川华西	502.95	6.87	493.00	82.65	6.18	-9.73
浙江建投	623.65	4.53	517.73	87.47	7.14	-1.19
湖南建工	864.99	4.75	341.30	70.75	8.16	3.00
上海建工	1161.99	7.93	1956.85	84.49	27.89	58.40

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

我国建筑工业的负债水平高，自 2007 年以来负债率总体维持在 72% 以上的水平。根据 Wind 咨询披露的数据，2017 年末建筑工业企业负债总额达 11.03 万亿元，行业资产负债率为 76.76%，比上年末略有下降。建筑施工企业的债务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用累计 238.88 亿元，对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。

此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建

筑施工企业回款风险进一步增加。

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升。近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增长，从业人数不断增加两方面原因加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

(3) 区域市场因素

近三年广西自治区旅客、货物运输量处于持续增长态势。分行业来看，2017 年度，广西自治区交通运输、仓储和邮政业增加值分别为 764.44 亿元、855.67 亿元和 932.61 亿元，分别增长 5.3%、4.5% 和 6.5%。随着近年来经济、物流行业的发展，对广西等交通运力发展中的省份和地区形成了一定运输压力和对路桥的新建需求。2015-2017 年，广西公路固定资产投资完成额分别为 618.37 亿元、660.99 亿元和 749.46 亿元，同比分别增长 5.59%、6.89% 和 13.38%。其中对经济发展拉动作用较大的高速公、路网项目投资增幅大，而农村公路投资逐年下降。

图表 5. 2015-2017 年度广西自治区旅客、货物运输量及增速情况（单位：亿人、亿吨）

指标	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	绝对值	增速	绝对值	增速	绝对值	增速
旅客运输总量	5.10	2.3%	5.08	-0.4%	5.11	0.6%
货物运输总量	14.97	8.7%	15.82	5.6%	17.47	8.6%
公路固定资产投资完成额总计	618.37	5.59%	660.99	6.89%	749.46	13.38%
高速公路固定资产投资完成额	311.76	12.25%	418.12	34.11%	501.81	20.02%
路网项目固定资产投资完成额	108.03	23.66%	120.90	11.92%	151.95	25.67%
农村公路固定资产投资完成额	72.98	-8.67%	58.96	-19.21	56.07	-4.91%

资料来源：2015-2017 年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报及广西交通运输厅

从政策规划层面来看，根据《广西国民经济和社会发展“十三五”规划纲要》，“十三五”期间，广西将重点实施出省出边出海通道工程和国省干线公路改造工程，大幅提高公路网密度和通达深度。2017 年 6 月公布的《广西综合交通运输发展“十三五”规划》中提出：到 2020 年，广西将构建“六横七纵八支线”高速公路网络，全区公路总里程达到 13 万公里，其中高速公路里程

达到 7,000 公里左右，高速公路通县率达到 97% 以上；二级及以上高等级普通公路里程突破 17,000 公里，其中普通国省干线二级公路以上比例达到 70%。

据广西政府于 2017 年 12 月 25 日召开的“广西高速公路建设工作新闻发布会”公布，2017 年全区高速公路建设投资计划为 459 亿元，计划完工项目 5 个，新开工 6 个，续建 16 个。年末广西高速公路通车总里程将达到 5,259 公里，新增浦北、龙胜、富川、资源 4 个县份通达高速公路，全区实现 98 个县（市、区）通高速公路，县县通高速率达 88%。

广西区内的公路施工市场仍有较大需求，作为广西区内唯一拥有公路工程施工特级资质的综合性建筑企业，该公司将面临较好的发展机遇。公路工程施工作为该公司最主要的业务板块，其对当地政策及基础设施建设环境依存度较大，很大程度依赖于当地政府政策、当地交通发达程度和对交通运输能力的整体需求。

2. 业务运营

该公司主营业务突出，区域市场内具有一定的市场地位，在项目管理、建筑施工技术等方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，公司经营规模有所扩张，在手合同储备充足，总体经营状况良好。但公司承接的 BT 项目回款时间不确定，且行业竞争加剧、成本上升及分包等风险使公司面临一定经营压力。此外，公司 BT、BOT、PPP 项目及在建路网项目投资规模较大，随着项目的推进，其营运资金将不断承压。

该公司主业以工程建设总承包为核心主业，2015~2017 年工程施工业务收入年复合增长率为 17.42%。从构成情况来看，公司工程施工业务主要分为公路工程、市政工程和其他工程；其中公路工程占绝对比重，系公司营业收入主要来源。公路工程业务板块增长主要得益于广西壮族自治区内各种公路建设需求的逐年增多，政府投入在近年保持较快增长。

除核心主业外，该公司其他业务主要包括勘察设计板块、材料销售、房地产业务以及路网项目投资等。自 2015 年以来，公司新增小额贷款利息收入，并在 2017 年期间有着较快发展，但由于新增板块尚处于起步阶段，在公司收入中占比较小，同时公司房地产开发业务收入贡献也较小，两项业务对公司整体盈利情况影响不大。

近年来，该公司各项业务发展较好，其收入规模逐年扩大，主要业务板块的毛利情况也有所改善。跟踪期内，得益于公司工程施工板块、材料销售板块和勘察设计板块等占比较大板块毛利的回升，公司综合毛利情况虽仍然较低，但较往年有所改善。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司工程施工业务构成及发展情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	161.13	187.71	233.4	58.89
核心业务营业收入（亿元）	133.06	147.59	181.58	41.41
在营业收入中所占比重（%）	82.58	78.63	77.80	70.32
其中：（1）公路工程（亿元）	109.24	129.14	169.18	37.69
在核心业务收入中所占比重（%）	82.10	87.50	93.17	91.02
（2）市政工程（亿元）	18.63	14.02	12.40	3.72
在核心业务收入中所占比重（%）	14.00	9.50	6.83	8.98
其他业务（亿元）	28.07	40.12	51.82	17.48
在营业收入中所占比重（%）	17.42	21.37	22.20	29.68
毛利率（%）	9.74	7.61	9.40	8.85
其中：工程施工（%）	8.60	6.85	9.15	9.42

资料来源：广西新发展

A. 新签订单

新签订单作为该公司业务的根本驱动因素，体现了公司项目承做能力，也为公司未来收入提供了稳定的保障。2015-2017 年度，公司分别完成并通过审核交付订单 29 个、36 个和 59 个。从业务模式上看，公司新签合同以传统承包工程方式为主，2017 年度公司传统承包工程新签合同金额为 615.59 亿元，为 2017 年营业收入的 2.64 倍，项目储备较充裕。截至 2018 年 3 月末，公司在手合同金额达 644.46 亿元，项目储备 134 个。

图表 7. 2015~2017 年公司新签传统承包工程合同情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	截至 2018 年 1-3 月新 签合同
新签合同金额	151.11	217.55	615.59	46.01
分地域：广西区内	124.12	190.80	489.07	44.43
国内外地	18.99	26.75	126.49	1.58
国外	8.00	--	0.30	-

资料来源：广西新发展

B. 资质与技术

该公司传统承包工程涵盖公路、桥梁、隧道及市政项目等，分别由广西路桥工程集团有限公司（简称“广西路桥”）和广西路建工程集团有限公司（简称“广西路建”）等下属子公司负责，广西路桥具有公路工程施工总承包特级资质，路建公司具有公路工程施工总承包一级资质。公司传统承包工程业务模式为政府交通部门或项目业主按一定比例筹集项目资本金，同时由业主单位作为融资主体向银行申请项目建设贷款，业主单位根据合同按工程建设进度向公司支付工程款。公司拥有较强的工程施工能力，大跨径拱桥施工技术在国内处于领先地位。

截至 2018 年 3 月末，该公司现有在职员工 10,468 人，专业技术人员 4,847 人，其中教授级高级工程师 62 人，享受国务院政府特殊津贴专家人员 4 人，自治区优秀专家 5 人，中国公路百名优秀工程师和交通青年科技英才 15 人。公司拥有 2 个省部级（国家行业）重点实验室、1 个国家级博士后科研工作站、1 个院士工作站和 7 个省部级工程技术研究中心。截至 2018 年 3 月末，公司获鲁班奖 2 项，获詹天佑奖 2 项，获国家优质工程银奖 7 项、省部级科技进步奖 400 项，拥有 11 项国家级工法、参与 20 项施工标准编制等。

专利方面，截至 2018 年 3 月末，该公司有在手专利 188 件，其中波形梁护栏横梁中心高度检测装置和雾封层表干成都测试装置为该公司与长沙理工大学、广西交通科学研究院一同开发并在 2017 年 7 月公开的实用型专利，公司目前持有的专利均为施工实用型专利，能为其业务开展起到助力作用。

C. 项目情况

该公司目前在手项目涉及传统承包工程、BT 项目、BOT 项目和 PPP 项目等多种业务模式，大部分仍以公司擅长的公路或市政建设为主，且公司建设的公路或市政工程回款均有当地财政支撑。公司传统承包工程业务模式为政府交通部门或项目业主按一定比例筹集项目资本金，同时由业主单位作为融资主体向银行申请项目建设贷款，业主单位根据合同按工程建设进度向公司支付工程款。截至 2017 年末，公司业主单位均能及时支付余款或回购款，未出现不能按协议按时足额支付款项的情况。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司重要传统承包项目情况（单位：亿元）

项目名称	实际开工时间	预计完工时间	合同金额	已完成合同量	业主名称
云南昌保高速公路 4 标	未开工		27.00	-	云南昌保高速公路开发有限公司
都安至巴马高速公路一分部	2017.12.13	2020.12.13	21.82	1.60	广西新恒通高速公路有限公司
云南昌保高速公路 3 标	未开工		21.30	-	云南昌保高速公路开发有限公司
都安至巴马高速公路二分部	2017.12.13	2020.12.13	21.00	1.10	广西新恒通高速公路有限公司
融水至河池高速公路二分部	2017.12.25	2021.6.25	19.90	0.51	广西新恒通高速公路有限公司
融水至河池高速公路一分部	2017.12.25	2021.6.25	16.60	0.46	广西新恒通高速公路有限公司
融水至河池高速公路 1 标 5 分部	2018.1.1	2021.7.1	15.50	-	广西新恒通高速公路有限公司
昭平至蒙山高速公路 NO.1 标一分部	2017.12.26	2021.8.26	15.25	1.90	广西新恒通高速公路有限公司
都安至巴马高速公路三分部	2017.12.13	2020.12.13	14.81	1.60	广西新恒通高速公路有限公司
昭平至蒙山高速公路 NO.1 标二分部	2017.12.26	2021.8.26	14.52	1.94	广西新恒通高速公路有限公司
合计			187.70	9.11	-

资料来源：广西新发展

BT 项目

近年来该公司及其下属企业相继与广西百色市开发投资集团、百色市市政管理局、百色新山开发投资有限责任公司及百色市田林县交通局等业主单位以 BT 模式签订多项市政工程及开发区道路建设项目。公司承接的 BT 项目主要

集中在广西南宁、百色和钦州等地区，业务模式为业主单位负责征地、拆迁、勘测、施工图设计等前期工作和费用，BT 项目业主提供按预算建成投资额 40% 的配套资金，公司为项目提供剩余 60% 的资金，项目建成后由业主分三年进行回购¹。公司 BT 项目主要为政府性项目，虽然回款有地方财政支撑，目前回款状况较好，而未来回款进度仍受到货币政策和地方财政状况的影响。截至 2018 年 3 月末，公司在建 BT 项目 6 个，总投资 15.62 亿元，已完成投资 10.84 亿元，累计回笼资金 4.31 亿元。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建 BT 项目情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	合同金额 (亿元)	累计完成 值(亿元)	施工进度	建设期 运营期限	已收到款 项(亿元)
昆明东倘路两区段项目部	昆明	4.69	4.22	89.98%	2014.06-2018.06 2018.01-2020.06	2.66
百色龙景一、二期续建工程	百色	1.7	0.37	21.76%	2013.11-2018.12 2018.11-2021.10	0.32
百色市滨江大道一期工程	百色	1.5	1.17	78.00%	2014.07-2018.12 2018.12-2021.05	0.51
工业品市场路网一期工程项目	百色	3.8	0.91	23.95%	2014.07-2018.12 2018.12-2021.12	0.61
百色迎龙区翔云路工程	百色	1.3	0.82	63.08%	2014.07-2018.12 2018.12-2021.12	0.21
曙光大道标段道路工程(K4+900-K7+450)	柳州	2.63	3.35	127.38%	2015.06-2018.02 2018.02-2021.02	-
合计		15.62	10.84	-	-	4.31

资料来源：广西新发展

*某些项目在资金宽裕的情况下，业主会启动提前还款计划，以节省部分财务费用。

BOT 项目

BOT 运营方面，2003 年起该公司开始对湖南海威投资有限公司²（简称“海威投资”）进行股权投资，注册资本 0.30 亿元，持股比例为 35.00%。海威投资以 BOT 形式投资建设醴潭高速公路。醴潭高速公路为上海—瑞丽高速公路湖南省境内醴陵至湘潭段，全长为 72.39 公里，该项目投资 29.14 亿元，公司投入资金 1.63 亿元。醴潭高速公路收费期限为 2007~2037 年，2017 年度该项目累计已实现运营收入 34.24 亿元，实现净利润 4.52 亿元。2016 年 7 月，公司与广西壮族自治区交通投资集团有限公司合作以 BOT 形式投资柳州经合山至南宁高速高速公路项目，规划总投资额 204.00 亿元，建设期为 5 年，运营期 30 年。项目首期注册资本 15.00 亿元，公司持股比例为 49%。截至 2018 年 3 月末，公司已投入资金 0.50 亿元前期考察费用。项目开工时间尚未确定。BOT 项目收益性高于传统工程施工承包项目，但项目投资回收期较长，对公司运营管控构成一定挑战。

¹项目自交工验收合格并移交业主之日起即开始回购，回购期不超过三年，第一年按回购总额的 50% 支付回购款及当期利息，第二年按回购总额的 30% 支付回购款及当期利息，第三年按回购总额的 20% 支付回购款及当期利息。

²子公司路桥公司持股占比 35%、湖南路桥建设集团公司持股占比 54%、湖南省交通规划勘察设计院持股占比 11%。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司 BOT 项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	公司出资额	持股比例	项目公司营业收入	运营期
醴潭高速公路	29.14	1.63	35%	34.24	2007~2037 年
柳州经合山至南宁高速高速公路	204.00	7.35（首期）	49%	-	尚处前期设计阶段

资料来源：广西新发展

PPP 项目

PPP 项目方面，2016 年起该公司开始承接 PPP 项目。其模式为：广西新发展作为财务投资方与其他公司组成投资联合体竞标 PPP 项目。中标后，公司直接从 PPP 项目公司承接业务，按照施工进度收取工程款。项目建成后，公司以使用者付费、政府付费或可行性缺口补贴等方式收回资本金投资。公司 PPP 项目建设期限通常为 2~4 年，经营期通常为 10~30 年左右，整体期限较长。公司承接 PPP 项目时主要就可行度和收益度进行考量。目前，公司承接的 PPP 项目税后财务内部收益率在 6%~8% 左右。截至 2018 年 3 月末，公司签署的 PPP 项目共 5 个，进入实施阶段，总投资额 198.07 亿元。

图表 11. 截至 2018 年 3 月末公司 PPP 项目情况表（单位：亿元）

PPP 项目	签订时间	注册资本金	对项目公司注资占比	总投资金额	拟合作期间	合作方	采购方	完工进度	资金来源	回报机制
云南省保山市东南绕城高速公路	2016/09	1.5	100.00%	44.01	建设期 2 年 运营期 30 年	中国云南路建集团股份有限公司	保山市交通运输局	54.31%	政府补助、自筹、贷款	使用者付费
百色火车站前广场 PPP 项目 ³	2017/01	0.05	89.00%	4.26	建设期 1 年 运营期 9 年	广西百色开发投资集团有限公司	百色市市政管理局	72.77%	自筹、贷款	政府付费
昌宁至宝山高速公路 PPP 项目	2017/03	5.00	100.00%	123.16	建设期 4 年 运营期 30 年	中国云南路建集团股份有限公司	保山市人民政府	7.41%	政府补助、自筹、贷款	使用者付费+可行性缺口补贴
百色市百隆高速永乐出口连接线道路改造工程	2018.3.16	0.10	80.00%	7.00	建设期 2 年 运营期 10 年	广西百色开发投资集团有限公司	百色市市政管理局	39.91%	自筹、贷款	政府付费
广西滨海公路企沙至茅岭段工程	2017.11	1.00	80.00%	19.64	建设期 3 年 运营期 10 年	防城港市港口基础设施建设开发投资有限责任公司	防城港市交通运输局	21.37%	政府补助、自筹、贷款	政府付费
合计	-	7.65	-	198.07	-	-	-	-	-	-

资料来源：广西新发展

(2) 其他业务

图表 12. 2015-2017 年度公司收入及结构情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
勘察设计收入	4.88	8.39	11.22	4.33
在营业收入中所占比重	3.03	4.47	4.81	7.35
材料销售收入	17.95	26.45	34.60	6.82

³根据该公司《百色市高铁站前服务广场项目 PPP 合同》，公司和广西桂商实业投资有限公司组成联合体与广西百色开发投资集团有限公司共同设立项目公司广西桂商百达投资有限公司，合同中并未明确披露各公司持股比例。

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
在营业收入中所占比重	11.14	14.09	14.82	11.58
勘察设计毛利率	30.20	23.95	28.12	15.48
材料销售毛利率	5.78	2.42	2.98	2.82

资料来源：广西新发展

A. 勘察设计业务

勘察设计业务方面，随着 2016 年以来工程项目对勘探设计的日趋重视。勘察设计的专业程度不仅影响建设工程的投资效益和质量安全，其技术水平和指导思想对工程建设甚至整体规划都起到比较大的影响。建筑施工行业也对勘探设计重视度有所提高，在我国国务院、国务院办公厅和住建部等部委在 2016-2017 年度相继发文⁴规范了勘察设计行业市场环境，完善了该行业的市场监管并且强化了其在建筑施工中的作用。该公司在广西区内拥有较强的勘察设计、工程施工能力，公司拥有公路、水运、市政全行业综合性甲级勘察设计，公路工程施工总承包特级等资质。多年来，公司所承担的广西交通基础设施建设工程的勘察设计、施工任务分别占全区市场份额的 70%、30% 左右。勘察设计方面，主要由广西交通规划勘察设计研究院有限公司、广西交通科学研究院有限公司负责。公司已形成勘察、设计、施工、监理、运营等公路行业全产业链运营模式，在广西区内拥有一定竞争优势。公司的勘探设计业务收入在 2016-2017 年期间也有较大幅度的增加。主要受益于国家加大对公路及水运等基础设施的投资，公司承接的勘察设计合同大幅增长。

B. 材料销售业务

材料销售业务方面，以该公司最主要的销售产品钢材、水泥和成品油。2015-2017 年度，以螺纹钢⁵为例，南宁市螺纹钢价格从 2015 年初的 3,040 元/吨涨至 2017 年末的 5,020 元/吨，增长显著。根据万德数据统计，跟踪期内水泥价格指数从 2017 年 1 月初的 102.38 上升至 2017 年末的 149.90，增幅达 46.42%，水泥价格在本跟踪期内明显上涨。从成品油的价格来看，我国成品油 CCBFI 指数⁶从 2017 年 1 月初的 1,239.27 点增至年末的 1,262.87 点，跟踪期内油价处于波动上涨趋势。此外，公司作为德国沥青混凝土添加剂 Duroflex 广西代理，也有部分沥青销售收入。跟踪期内我国道路沥青价格⁷基本与当年成品油价格保持一致趋势，即年中有所波动，但整体稳中上升的趋势；道路沥青价格从 2,840.00 元/吨升至 2,950 元/吨。综上所述，公司主要贸易产品价格跟踪期内均有所上涨，其中占销售材料业务收入比重最大的钢材价格涨幅最大，成为推动该板块收入快速增长的主要的驱动因素。

⁴ 2016 年 2 月由国务院发布的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，5 月由住建部发布的《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》，8 月由住建部发布的《2016—2020 年建筑业信息化发展纲要》；2017 年 2 月由国务院办公厅发布的《关于促进建筑业持续健康发展的意见》和 5 月由住建部发布的《工程勘察设计行业发展“十三五”规划》。

⁵ 螺纹钢 HRB40020MM（数据来自上海大宗商品信息中心）

⁶ 中国沿海散货运价指数

⁷ 上海石化道路沥青（70#A 级）出厂价

图表 13. 2017 年度公司材料销售情况

产品	销量（吨）	销售额（亿元）
钢材	562,595.86	19.80
水泥	1,632,849.71	4.20
成品油	278,651.79	13.80
合计	2,474,097.37	37.80

资料来源：广西新发展

C. 房地产业务

该公司依托施工程主业优势，从事项目周边房地产开发业务。截至 2017 年末，公司已售项目总投资额为 28.34 亿元，已累计回笼资金 22.89 亿元。总体上，目前公司已开发的房地产项目回款状况良好，但拟建项目投资规模较大，存在一定资金压力。

图表 14. 近年来公司房地产项目开发情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	绿城明珠·怡景苑	丹桂华庭	凤祥名居	锦绣中央	锦绣国际	锦绣城一期项目	路桥·锦绣广场	望州旧改项目土地熟化阶段
占地面积	3.23	0.54	4.80	13.99	2.73	284.8	5.65	3.41
总建筑面积	14.65	4.32	24.46	44.00	12.21	102.01	25.56	-
建筑类别	商住	商住	商住	商住	商住	商住	商住	商住
项目所在地	广西南宁市	广西南丹县	广西南宁市	广西防城港市	广西百色市	广西南宁市	广西百色市	广西南宁市
开工时间	2007.08	2011.11.30	2012.06	2016.8.8	2015.9.30	2017.12.30	2016.08	2016.09
竣工时间	2010.07	2013.10.29	2017.1.22	未竣工	未竣工	2019.12.30 (计划)	未竣工	未竣工
拟定总投资额	2.29	1.09	6.03	12.00	4.73	54.76	13.90	2.90
2018年6月项目进度	已完工	已完工	已完工	主体建设	主体封顶	主体建设	主体建设	主体建设
2018年6月已投资	2.89	1.31	6.54	3.24	4.27	14.04	4.18	2.30
2018年6月累计回笼资金	3.10	1.13	7.34	0.98	4.09	11.53	-	-

资料来源：广西新发展

D. 广西区内路网项目投资

根据《关于广西新发展交通集团有限公司承建路网项目实施方案的批复》（桂交财务函【2011】728号），该公司被授权作为项目业主，履行业主职责投资二级路网项目。项目建设资金来源方面，广西区财政厅为公司拨入项目资本金，其余资金由公司负责向银行申请项目借款。2014 年国家对地方政府性债务进行了甄别清理，2014 年以前开工的路网项目借款经广西审计厅确认为地方性政府债务，公司已将项目各年度到期借款金额上报广西财政厅，在 2017 年已由广西区财政厅发行地方政府债置换了项目借款。截至 2017 年末，公司作为业主负责 33 个项目的投资建设，项目总投资合计 181.87 亿元，已完成投资 84.63 亿元，后续仍有 97.24 亿元的投资需求。广西区财政厅持续拨入的项目资本金使公司权益资本实力得到增强，但公司在项目竣工验收后需要偿还到期的借款本息，大规模的投资支出及较长的项目建设周期将为公司带来较大的

债务负担。

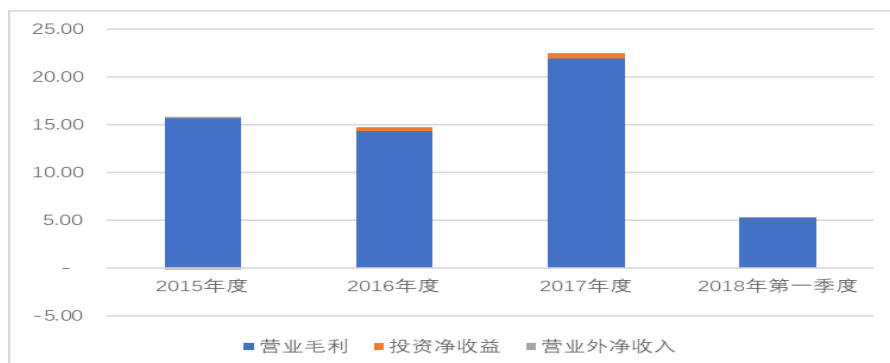
图表 15. 2017 年末公司作为业主负责的主要在建路网项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	财政厅已拨款	项目已借款	至 2017 年末已投资	建设期
G323 百色至泮水	7.84	4.05	1.73	5.41	2016-2018
罗城至融水洞头	11.82	2.81	2.02	4.55	2016-2018
资源枫木至界首	3.37	1.79	0.80	1.14	2016-2018
G321 良口至梅林	8.51	2.50	2.67	3.57	2016-2018
巴马燕洞至田东	4.25	2.61	1.07	3.46	2016-2018
天峨至凤山（天峨段）	4.17	1.75	1.25	1.20	2016-2018
瑶山至南丹	3.59	1.80	1.74	1.35	2016-2018
苍梧经大坡至新地	3.05	1.21	1.27	1.29	2016-2018
北流文城至六靖	1.29	0.79	0.18	0.89	2016-2018
G355 苍梧梨埠至昭平马江	9.84	2.30	1.60	1.65	2017-2019
S302 永福至三皇	7.52	0.30	1.30	2.02	2017-2019
S217 田林旧州至那腊	9.67	2.91	1.00	1.34	2017-2019
G323 鹿寨经平山至柳城	6.97	0.00	1.30	0.36	2017-2019
G357 灌阳洞井至潮田	5.82	0.00	1.00	0.10	2017-2019
G359 灵山沙坪至大塘（南宁段）	1.85	0.00	0.34	0.10	2017-2019
G360 灵山沙坪至大塘（钦州段）	5.09	0.00	0.70	0.13	2017-2019
S204 蒙山至平南金田（蒙山至平南大鹏段）	7.40	0.00	1.11	0.24	2017-2019
S310 平南四灵至兴业高峰	4.97	0.00	1.43	0.13	2017-2019
S313 陆川清湖至浦北石埭	10.85	0.20	0.96	0.26	2017-2019
G323 百色至泮水	7.84	4.05	1.73	5.41	2016-2018
罗城至融水洞头	11.82	2.81	2.02	4.55	2016-2018
资源枫木至界首	3.37	1.79	0.80	1.14	2016-2018
合计	117.87	25.02	23.47	29.19	-

资料来源：广西新发展

（3）盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：万元）



资料来源：根据广西新发展所提供数据绘制

该公司利润主要由营业毛利组成。近三年来随着营业规模的扩大，公司营业毛利快速增长，拉动营业利润显著增长。受益于订单增加以及公司议价能力增强的因素影响，近年来公司毛利率有所提升，带动整体盈利能力增强。

从该公司营业利润结构来看，低毛利系建筑施工行业普遍情况，公司拥有

多年工程管理经验，成本控制体系已健全，总体盈利情况尚可。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	161.13	187.71	233.40	58.89
毛利（亿元）	15.69	14.28	21.94	5.21
期间费用率（%）	4.44	4.24	5.19	4.32
其中：财务费用率（%）	0.24	0.16	0.07	0.26
全年利息支出（亿元）	2.94	2.23	2.48	-
资本化利息数额（亿元）	0.01	0.56	1.13	-

资料来源：广西新发展所提供数据整理

该公司期间费用控制较好，2015-2017 年度，期间费用率分别为 4.44%、4.24% 和 5.19%。跟踪期内，公司期间费用率有所增长主要因当期管理费用大幅上升导致，具体为高速公路 ETC 收费系统研发费用大幅增长，当年支出 3.93 亿元，而 2016 年支出仅为 0.20 亿元。2017 年公司销售费用和财务费用变化不大，其结构也与往年保持一致。跟踪期内，随着公司现金资产的增多，其利息收入较往年有着较大幅度增长，2017 年度公司利息收入 1.05 亿元较 2016 年度增加 0.82 亿元，故当年财务费用为 1.93 亿元，同比下降 19.98%。总体来看，公司期间费用率不高，且近年来保持稳定结构。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资收益	-0.17	0.38	0.46	-
营业外收入	0.20	0.10	0.25	0.08
其中：政府补助	0.01	0.01	0.05	-

资料来源：广西新发展所提供数据整理

该公司主业以外的其他经营收益及营业外收入规模较小，对经营业绩影响有限。跟踪期内，该公司投资收益为 0.46 亿元，主要来自其持有的权益法核算的长期股权投资，系对湖南海威投资有限公司投资产生的投资收益。公司营业外净收入包含政府补贴，其中 2017 年因增加拆迁补偿而新增 0.05 亿元。此外，2017 年公司另有其他收益 0.07 亿元。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 58.89 亿元，较 2017 年同比增长了 19.81 亿元，增幅达 50.69%。主要系公司承接工程业务增加所致。同期公司分别实现利润总额和净利润 2.50 亿元和 2.09 亿元，分别较 2016 年同期增长 232.23% 和 266.11%。

管理

该公司为广西国资委下属全资企业，股权结构清晰。跟踪期内高层管理人员，组织架构未发生重大变化。

截至 2018 年 3 月末，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”）持有该公司全部股权，为公司实际控制人。公司股权结构清晰，产权状况详见附录一。公司业务已涵盖建筑企业全产业链，跟踪期内不存在合并范围内的关联交易及关联往来。

根据该公司 2018 年 7 月 23 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。截至 2018 年 3 月末，公司处于存续期的债券均正常付息，无违约情况发生。

图表 19. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/7/10	不涉及	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/7/10	不涉及	无	未提供
诉讼	审计报告	2018/7/11	不涉及	4	未提供
税务	公开信息、公司公告	2018/7/7	不涉及	无	2

资料来源：根据广西新发展所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

该公司 2017 年至 2018 年 5 月有 4 起涉诉案件，均为被告；其中 2 起交通事故责任纠纷案件，1 起侵权责任纠纷案件，1 起建设工程施工合同纠纷案件。另有 1 建设工程施工合同纠纷案件起公司作为被告经公司上诉后由广西壮族自治区河池市中级人民法院撤销了原巴马瑶族自治县人民法院的判决并发回重审，公司不承担责任，另外 3 起案件正在审理中。上述 4 起案件涉诉金额较小，合计不超过 1,000 万元。跟踪期内，公司另有 2 起发票违法情况被南青国税局行政处罚，但涉及金额不大，上述情况对公司正常运营影响不大。

财务

跟踪期内，该公司资产规模显著增长，虽然工程施工垫资较多且 BT、BOT 及 PPP 项目融资需求较大，推动债务规模较快增长，但其资产负债率仍然较低。公司经营活动现金流表现良好，且货币资金存量较大，可对公司债务偿付形成较有效保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年第一季度财务数据未经审计。公司执行企业会计准则（2016 版）、企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及

其补充规定。2014年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行2006年相关准则。2017年，公司针对《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止运营》（财会[2017]13号）、《企业会计准则第16号——政府补助》（财会[2017]15号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。

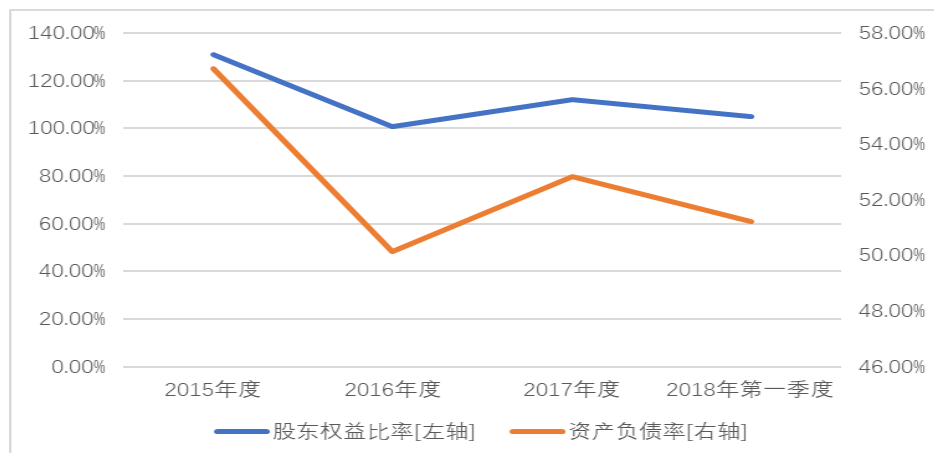
截至2017年末，该公司纳入合并报表范围内企业为66家，当年新增并纳入合并范围子公司11家。

截至2017年末，该公司未清对外担保余额为1.30亿元，系下属广西路桥工程集团有限公司为其投资企业湖南省醴潭高速公路建设开发有限公司长期基础设施建设项目贷款进行担保，目前该高速公路项目已建成盈利，公司代偿风险较小。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：广西新发展所提供数据绘制

2015-2017年该公司负债经营程度较低，其股东权益与刚性债务比有所波动但趋势向好，公司总体负债不高，杠杆水平可控。跟踪期内，公司资本公积增幅明显，主要系得益于近年来广西交通运输厅拨入路网项目的资本金到位，公司资本实力在2016年增强。

图表 21. 公司所有者权益主要构成（单位：亿元）

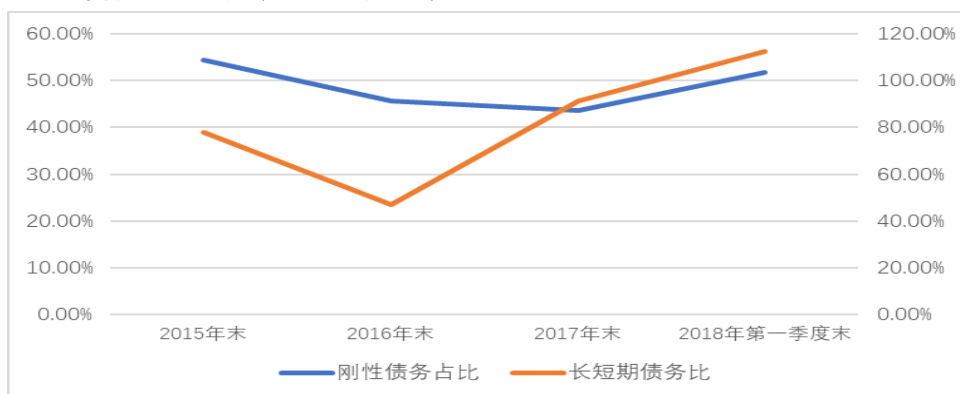
主要权益构成	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
所有者权益	85.88	128.77	176.56	186.04
实收资本(或股本)	5.64	5.64	5.64	10.00
未分配利润	11.27	14.34	21.23	23.35
资本公积	60.98	100.86	123.79	126.52

主要权益构成	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
少数股东权益	7.83	7.64	25.44	25.75

资料来源：根据广西新发展所提供数据绘制

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
刚性债务 (亿元)	61.21	59.09	86.48	101.28
应付账款 (亿元)	11.26	17.92	34.31	31.04
预收账款 (亿元)	12.75	14.06	25.36	22.45
其他应付款 (亿元)	18.57	22.06	27.48	21.18
刚性债务占比 (%)	54.35	45.64	43.72	51.85
应付账款占比 (%)	10.00	13.84	17.35	15.89
预收账款占比 (%)	11.32	10.86	12.82	11.49
其他应付款占比 (%)	16.48	17.04	13.90	10.84

资料来源：根据广西新发展所提供数据绘制

2015-2017 年末, 该公司负债总额分别为 112.62 亿元、129.48 亿元和 197.79 亿元。从债务期限来看, 该公司负债以流动负债为主。2017 年以来随着公司业务的扩张, 流动负债持续增长。但公司通过增加长期借款逐步调整债务期限结构, 当年末, 公司长短期债务比为 91.14%, 较上年末增加 44.19 个百分点。

从债务构成来看, 该公司负债主要集中于刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款等科目。公司应付账款随着其业务规模扩大逐年增长, 主要由应付工程材料及应付分包工程款组成。预收款项主要由已收到但尚未办理结算的公路和市政工程款项构成, 其中广西路阳高速公路有限公司预收账款 1.63 亿元, 因项目业主资金不能按时到位而停工, 其账龄在 3-5 年期间。公司其他应付款主要由南宁市良庆区人民政府回建款 (6.97 亿元) 和工程款等构成。

截至 2018 年 3 月末, 该公司总负债 195.34 亿元, 较年初减少了 2.45 亿元。同期末, 公司资产负债率为 51.22% 较年初下降了 1.61 个百分点。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
短期刚性债务合计	18.07	32.22	13.24	15.77
其中: 短期借款	7.15	5.63	6.27	8.21
应付票据	6.42	6.37	6.38	6.97
其他短期刚性债务	4.51	20.23	0.60	0.60
中长期刚性债务合计	43.14	26.87	73.24	85.51
其中: 长期借款	22.98	20.70	67.07	79.51
应付债券	20.16	6.17	6.17	6.00

资料来源: 根据广西新发展所提供数据整理

该公司刚性债务主要由银行借款、应付债券和应付票据构成, 近三年规模快速扩张。从借款类型看, 公司银行借款主要为抵押借款、信用借款、保证借款和质押借款四类, 借款利率在基准或基准上浮 10-20%, 长期借款期限在 5-24 年不等。其中质押贷款质押物主要为公司以钟山至昭平、昭平至蒙山、都安至巴马高速公路收费权为质押向国家开发银行广西区分行签订固定资产借款合同 314.2 亿元。

该公司刚性债务利率区间浮动较大, 主要分布在 3.5%~6.0%。2017 年末, 公司中长期刚性债务占比大, 债务期限分布较为合理。考虑到公司货币资金充足, 对短期刚性债务的覆盖率达 877.23%, 即期偿债压力小。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业周期 (天)	26.02	24.81	23.35	-
营业收入现金率 (%)	98.57	102.83	87.81	95.86
主业现金收支净额 (亿元)	2.80	14.90	22.46	-1.59
其他因素现金收支净额 (亿元)	1.87	5.84	4.77	-1.72
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	4.67	20.74	27.23	-3.31
EBITDA (亿元)	7.81	8.89	13.38	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.14	0.15	0.18	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.65	3.19	3.71	-

资料来源: 根据广西新发展所提供数据整理

注: 业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额; 其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司承接工程主要为公路施工或部分市政工程, 一般施工所需时间较

长，而工程结算缓慢，拉长了营业周期。跟踪期内公司公司主业现金回笼较收入增速相对迟缓，导致营业收入现金率下降。但得益于公司对付款节奏的把握，其业务现金收支净额随着业务规模扩大而逐年增加。其他因素来影响公司现金收支的主要为收到的政府补贴款等。近年来，公司经营活动现金流入主要为工程施工收到的现金流入以及材料销售的现金流入。

2018 年第一季度，该公司营业收入现金率为 95.86%，业务现金收支净额和其他因素现金收支净额分别为-1.59 亿元和-1.72 亿元，系春节期间大量劳务工资、分包工程款大量支出等季节性因素所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成。其中利润总额占比高，利息支出较为稳定，故 EBITDA 和利润总额呈正相关关系。近年来，公司利润逐年增多，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度逐年增强。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.82	2.54	5.80	0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-4.74	-38.83	-63.21	-16.25
其他因素对投资环节现金流量影响净额	11.56	9.02	28.39	-3.68
投资环节产生的现金流量净额	4.00	-27.27	-29.02	-19.92

资料来源：根据广西新发展司所提供数据整理

2015~2017 年，该公司投资环节现金缺口有所扩大。公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。2015-2017 年期间，公司对外并购或成立的子公司有所增多，其投资所支付的现金也有所增加。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
债务类净融资额	14.54	2.68	25.45	14.19
筹资环节产生的现金流量净额	18.34	24.39	32.41	12.64

资料来源：根据广西新发展所提供数据整理

近年来，该公司盈利状况虽好，但业务开展仍有较大的融资需求。2015-2017 年度，公司筹资活动现金流均为净流入状态。在 2017 年，公司新增 45.81 的现金借款主要为公司新承接项目所需资金以及承担业主建设职责的高速公路及二级公路的建设资金借款。虽近年来公司举债有所增多，但由于在广西区内

公司融资能力较强，其融资利率较低，且大部分为长期借款，整体偿债压力尚可控。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	138.94	178.29	218.19	215.71
	69.99%	69.04%	58.29%	56.56%
其中：货币资金（亿元）	67.68	85.54	116.15	105.55
应收款项（亿元）	19.35	21.47	24.06	26.60
存货（亿元）	31.54	36.54	50.20	54.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	59.57	79.95	156.16	165.67
	30.01%	30.96%	41.71%	43.44%
其中：在建工程（亿元）	35.88	57.63	131.06	140.79
固定资产（亿元）	7.85	8.84	9.64	9.41
长期股权投资（亿元）	5.62	6.22	5.84	5.84
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.44	0.45	0.17	-
受限资产账面余额/总资产（%）	7.02%	5.86%	12.29%	18.06%

资料来源：根据广西新发展所提供数据整理。

近年来，该公司总资产不断扩张，2015-2017 年末分别为 198.51 亿元、258.25 亿元和 374.35 亿元。从资产结构来看，公司以流动资产为主，但其占比逐年下降，主要系近年所承接 BOT 或 PPP 工程增多并被列入非流动资产的在建工程导致。截至 2017 年末，公司货币资金 116.15 亿元，其中受限资金 0.17 亿元，公司受限资金均为票据保证金，且规模较小。随着公司近年来承接工程的增多，其应收账款逐年增长，其中公司前五名客户应收账款余额合计 8.59 亿元，占应收账款总额 36.83%，前五大客户以国有企业为主，且账龄均在 1-2 年期间。

该公司非流动资产主要为在建工程、固定资产和长期股权投资。近年来，公司承接项目大幅增加使得在建工程显著增长，其中普通国省干道二级公路项目占比高，为 62.77%，工程资金主要来源于车购税以及自筹资金；高速公路工程项目占比 27.11%，工程资金主要来自专项债、自有资金、自治区补助以及政府出资等；PPP 项目占比 7.91%，工程资金主要来自政府补助、自筹以及社会资本。公司固定资产主要包括房屋建筑和机器设备运输工具等工程设施；公司长期股权投资主要为对联营企业的投资，部分为广西自治区外的联营公司，公司对省外联营公司回款掌控能力一般。

截至 2018 年 3 月末，该公司总资产达 381.38 亿元较年初增长 1.88%，整体结构变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	219.27	202.35	210.86	234.72
速动比率 (%)	160.56	145.03	147.13	145.60
现金比率 (%)	106.82	97.08	112.24	114.97

资料来源：根据广西新发展所提供数据整理。

近年来，该公司流动性尚佳。2018 年 3 月末，公司流动比率为 234.72%，同期速动比率为 145.60%，流动资产对流动负债形成覆盖。同时，公司拥有较大规模的货币资金也对其流动负债偿还形成支撑。

6. 集团本部财务质量

该公司工程施工主业主要经营主体为子公司，公司高速公路、普通国省干道二级公路项目承建项目融资以公司本部统一融资统一调配。2017 年度，公司本部实现营业收入 0.25 亿元，同期净利润 1.69 亿元，经营性现金净流入 4.60 亿元，投资活动现金净流出 27.63 亿元，筹资活动现金流净流入 30.42 亿元。2018 年 3 月末，公司本部货币资金现金余额 19.41 亿元，占合并口径货币资金比重 18.3%。公司债务也较为分散，2018 年 3 月末公司本部债务合计为 81.20 亿元，占合并口径债务合计比重 41.57%。2018 年第 1 季度，公司本部未实现营业收入。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司为当地国有独资企业，其股东为当地一级政府，在广西壮族自治区内发展有着明显的优势，从项目承接到项目后期管理和款项回笼都有较大优势。从近年来发展来看，其项目也主要为广西壮族自治区内的项目，目前自治区内对公路建设仍有较大需求，未来公司收入仍有保障。

2. 国有大型金融机构支持

该公司资信状况良好，信贷融资渠道通畅，为公司发展提供了有力的资金支持。截至 2018 年 3 月末，公司共取得银行授信额度为 665.17 亿元，其中未使用银行授信额度为 465.19 亿元。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	665.17	416.07	73.94	5-6%	信用、权利 质押及担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	397.43	397.43	49.58	4.90%	权利质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	135.18	18.64	10.37	5-6%	信用及担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	80.07%	100.00%	81.08%	-	-

资料来源：根据广西新发展所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

跟踪评级结论

该公司是广西区内唯一拥有公路工程施工特级资质的综合性建筑企业，拥有较完整的路桥施工产业链，工程施工能力较强，区域内竞争优势较明显。未来广西公路施工市场仍有较大需求，公司面临较好的发展机遇。

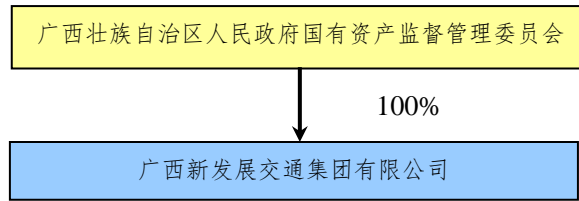
该公司主营业务突出，区域市场内具有一定的市场地位，在项目管理、建筑施工技术等方面具有较强的竞争优势。跟踪期内，公司经营规模有所扩张，在手合同储备充足，总体经营状况良好。但公司承接的 BT 项目回款时间不确定，且行业竞争加剧、成本上升及分包等风险使公司面临一定经营压力。此外，公司 BT、BOT、PPP 项目及在建路网项目、高速公路项目投资规模较大，随着项目的推进，其营运资金将不断承压。

跟踪期内，该公司资产规模显著增长，虽然工程施工垫资较多且 BT、BOT 及 PPP 项目融资需求较大，推动债务规模较快增长，但其资产负债率仍然较低。公司经营活动现金流表现良好，且货币资金存量较大，可对公司债务偿付形成较有效保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司工程项目进展情况；（2）公司成本控制情况；（3）公司地产项目进展。

附录一：

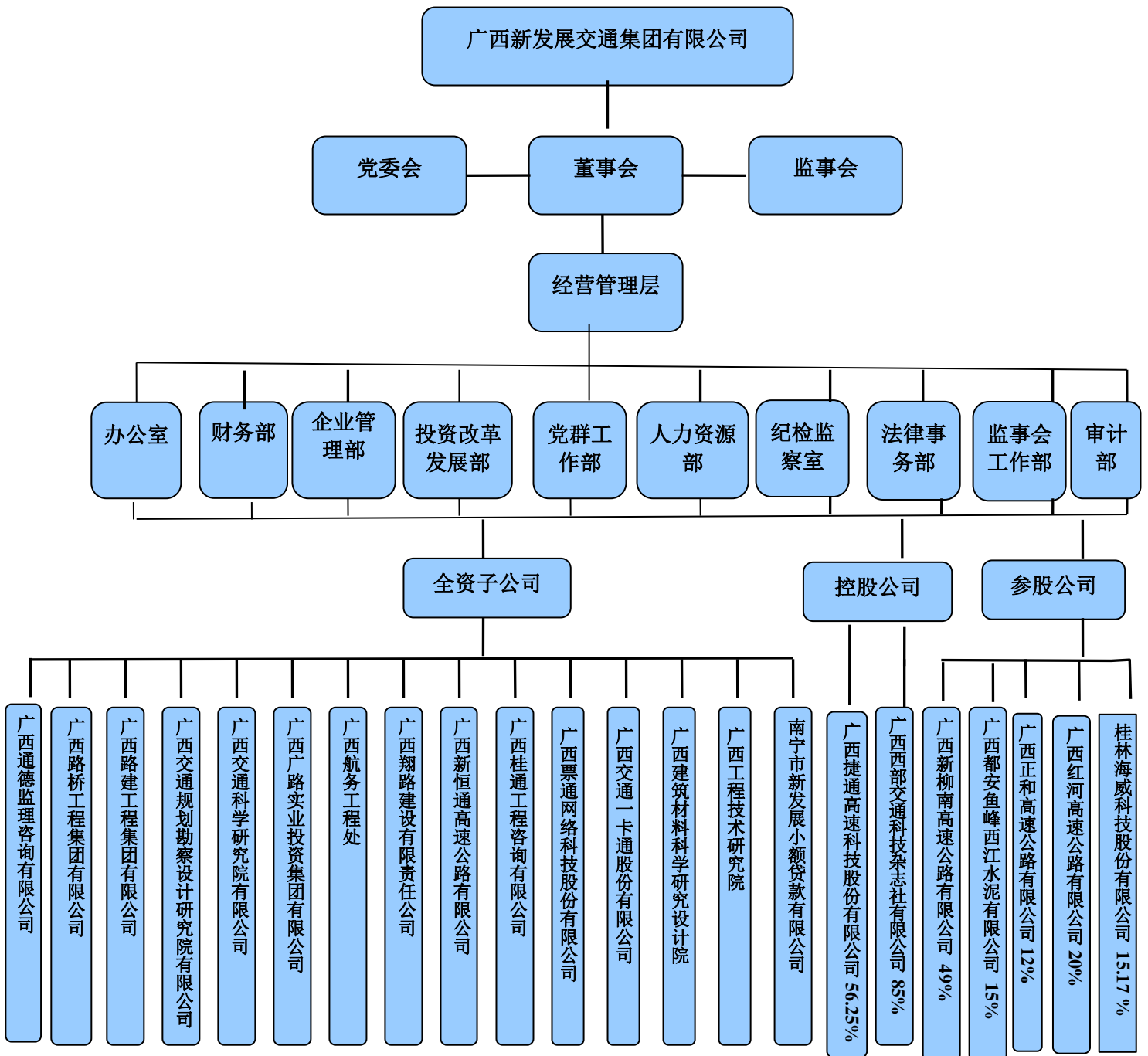
公司与实际控制人关系图



注：根据广西新发展提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据广西新发展提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
广西路桥工程集团有限公司	广西路桥集团	核心子公司	100	公路工程	8.21	49.33	125.09	4.95	17.22	7.84	
广西路建工程集团有限公司	广西路建集团	核心子公司	100	公路工程	0.00	6.41	50.08	1.15	6.15	1.89	
广西交通科学研究院有限公司	广西交科院	重要子公司	100	科研及勘察 设计	0.40	2.34	8.65	0.46	1.26	0.68	
广西交通规划勘察设计研究院有限公司	广西交通设计院	重要子公司	100	勘察 设计	0.18	4.42	11.11	0.85	0.75	1.32	
广西桂通工程咨询有限公司	广西桂通公司	重要子公司	100	工程 咨询	0.00	0.69	1.40	0.08	0.03	0.11	
广西广路实业投资集团有限公司	广西广路集团	重要子公司	100	材料 销售	9.10	3.29	47.03	0.19	(0.37)	0.52	

注：根据广西新发展2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第1季度
资产总额 [亿元]	198.51	258.25	374.35	381.38
货币资金 [亿元]	67.68	85.54	116.15	105.55
刚性债务[亿元]	61.21	59.09	86.48	101.28
所有者权益 [亿元]	85.88	128.77	176.56	186.04
营业收入[亿元]	161.13	187.71	233.40	58.89
净利润 [亿元]	2.13	3.11	7.21	2.09
EBITDA[亿元]	7.81	8.89	13.38	-
经营性现金净流入量[亿元]	4.67	20.74	27.23	-3.31
投资性现金净流入量[亿元]	4.00	-27.27	-29.02	-19.92
资产负债率[%]	56.73	50.14	52.83	51.22
权益资本与刚性债务比率[%]	140.32	217.91	204.17	183.68
流动比率[%]	219.27	202.35	210.86	234.72
现金比率[%]	106.99	97.09	112.49	114.86
利息保障倍数[倍]	2.00	2.26	3.07	-
担保比率[%]	3.95	2.64	0.73	-
营业周期[天]	26.02	24.81	23.35	-
毛利率[%]	9.74	7.61	9.40	8.85
营业利润率[%]	1.78	2.14	3.67	4.09
总资产报酬率[%]	3.45	2.76	3.50	-
净资产收益率[%]	2.97	2.90	4.67	-
净资产收益率*[%]	3.28	3.33	5.39	-
营业收入现金率[%]	98.57	102.83	87.81	95.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.53	27.38	28.43	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.69	-5.40	-1.10	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.65	3.19	3.71	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.18	-

注：表中数据依据广西新发展经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

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

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。