



广西北部湾投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行人 公司债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20232181D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 17 日

发行人	广西北部湾投资集团有限公司
本期债项评级结果	AAA
发行要素	本期债券发行金额不超过 5 亿元 (含 5 亿元), 期限为 3 年和 5 年双向互拨, 本期债券采用固定利率形式, 单利按年计息, 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。
评级观点	中诚信国际认为广西壮族自治区 (以下简称“广西”或“自治区”) 作为沿海沿边省份区位优势重要, 近年来经济财政实力稳步增长, 对区内企业的支持能力很强; 广西北部湾投资集团有限公司 (以下简称“北投集团”或“公司”) 在广西基础设施建设及北部湾区域建设中发挥重要作用, 对自治区政府的重要性高, 与自治区政府维持高度的紧密关系。同时, 中诚信国际认为, 公司业务稳定性及可持续性很强, 资本实力持续提升, 但需关注公司债务规模和财务杠杆水平不断上升、未来仍面临较大的投融资压力及较大规模的资产受限对其经营和整体信用状况造成的影响。
正面	
<ul style="list-style-type: none">■ 地位重要性高。公司是广西自治区内公路建设、运营及口岸物流投资运营的重要主体, 地位重要性很高, 自成立以来在项目建设、股权划拨和资金支持等方面得到了自治区政府的大力支持。■ 业务稳定性及可持续性很强。公司交通基础设施建设产业链完善, 业务模式清晰稳定, 在建及拟建项目储备充足, 业务稳定性及可持续性很强。■ 资本实力持续提升。公司经调整的所有者权益规模逐年快速增长, 资本实力持续提升。	
关注	
<ul style="list-style-type: none">■ 公司债务规模和财务杠杆不断上升。截至2023年3月末, 公司总债务规模增长至2,085.37亿元, 其中短期债务273.54亿元, 同期末资产负债率和总资本化比率分别达到68.76%和65.07%, 处于较高水平。■ 未来面临较大的投融资压力。截至2022年末, 公司在建高速公路项目和房地产项目分别尚需投资约2,044.43亿元和278.45亿元, 面临较大的资本支出压力。■ 受限资产规模较大。截至2023年3月末, 公司受限资产规模为352.96亿元, 占总资产的9.41%; 此外, 公司收费权质押的高速公路对应资产的账面价值659.97亿元, 收费权质押的水务项目对应资产账面价值38.76亿元, 收费权质押的工程及配套项目对应资产账面价值121.47亿元, 受限资产规模较大。	

项目负责人: 黄伟 whuang@ccxi.com.cn

项目组成员: 廖倾城 qchliao@ccxi.com.cn

评级总监:

电话: (027)87339288

财务概况

北投集团 (合并口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计 (亿元)	2,234.42	2,918.29	3,589.33	3,749.05
经调整的所有者权益合计 (亿元)	768.14	940.93	1,082.89	1,119.28
负债合计 (亿元)	1,448.28	1,953.14	2,455.40	2,577.74
总债务 (亿元)	1,078.12	1,531.29	2,015.35	2,085.37
营业总收入 (亿元)	534.15	730.28	788.11	243.24
经营性业务利润 (亿元)	31.31	43.32	44.65	14.87
净利润 (亿元)	21.16	24.73	29.42	12.23
EBITDA (亿元)	48.88	62.28	73.78	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	52.54	44.02	53.86	17.45
总资本化比率 (%)	58.39	61.94	65.05	65.07
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.08	1.08	0.97	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年审计报告及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表，各期数据均为报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

发行人概况

公司是经广西壮族自治区人民政府批准成立，由自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”）作为出资人设立的国有公司。2018 年，按照中共广西壮族自治区委员会办公厅、广西壮族自治区人民政府办公厅下发的《北投集团和新发展集团战略性重组方案》，公司合并广西新发展交通集团有限公司（以下简称“新发展集团”）。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 120.00 亿元，控股股东¹及实际控制人为广西国资委。

公司依托现有产业基础，围绕高速公路和高等级公路等交通基础设施及配套项目，发展城乡综合服务、口岸贸易物流、环保水务、产业金融、战略新兴和培育业务等业务板块。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要的一级子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	截至 2023 年 3 月末			2022 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
广西新发展交通集团有限公司	新发展集团	98.49%	1,782.86	564.38	68.34%	338.90	1.56
广西路桥工程集团有限公司	广西路桥	94.30%	758.57	236.42	68.83%	411.02	26.97
广西路建工程集团有限公司	广西路建	100.00%	177.86	58.07	67.35%	200.85	12.88
广西北投能源投资集团有限公司	北投能源	100.00%	18.60	12.65	31.99%	11.80	0.35
广西北投产城集团有限公司	北投产城	100.00%	216.83	99.61	54.06%	35.88	0.36
广西广路实业投资集团有限公司	广路实业	100.00%	23.33	7.52	67.77%	50.19	0.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

公司本期债券发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），期限为 3 年和 5 年双向互拨，本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

发行人信用质量分析概述

区域环境

广西壮族自治区南濒北部湾，北、东、西三面分别与贵州省、湖南省、广东省、云南省等省相邻，西南与越南毗邻，是西南地区最便捷的出海通道；在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位，是中国-东盟自由贸易区的门户，也是我国建设西部陆海新通道及“一带一路”政策中重要区域。广西矿产资源种类多、储量大，尤以铝、锡等有色金属为最，是全国 10 个重点有色金属产区之一。广西南临北部湾，港口资源丰富，根据上海国际航运研究中心发布的《2021 年全球港口发展报告》，北部湾港货物吞吐量位居全球港口第 14 位。目前，西部陆海新通道骨干工程平陆运河已开工建设，预期未来随着运河的完工通航，将为西南地区提供运距更短、更便捷的出海通道，为

¹ 根据《广西壮族自治区财政厅 广西壮族自治区人力资源和社会保障厅 广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会关于划转国有股权的通知》（桂财资〔2020〕23 号）的相关要求，公司控股股东广西国资委将其持有的公司 10% 股权无偿划转至广西新投资发展有限公司，但截至本报告出具日，尚未完成工商变更。

北部湾港及周边城市群带来新的发展机遇。

广西区域经济实力稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。2022 年，广西实现地区生产总值（GDP）26,300.87 亿元，同比增长 2.9%，经济总量持续增长。其中第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 16.23%、33.99%和 49.78%；同期，广西固定资产投资较 2021 年增长 0.1%。按常住人口计算，全年人均 GDP5.22 万元。

表 2：2022 年全国省（市、自治区）经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,210,207.00	-	8.57	-	203,703.00	-
广东省	129,118.58	1	10.18	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	14.30	3	9,258.88	2
山东省	87,435.00	3	8.60	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	11.88	5	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	6.21	22	4,261.60	8
四川省	56,749.80	6	6.50	21	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	9.22	8	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	12.68	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	7.35	14	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	7.37	13	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	17.80	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	5.69	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	19.01	1	5,714.30	6
陕西省	32,772.68	14	8.00	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	7.10	15	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	9.07	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	6.85	19	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	6.17	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	5.22	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	7.00	16	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	9.20	9	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	5.23	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	6.85	18	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	11.88	6	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	5.09	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	5.50	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	4.50	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	6.66	20	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	7.00	17	483.00	29
青海省	3,610.10	30	6.08	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	5.83	25	179.60	31

注：部分省（市、自治区）的人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财政实力方面，广西区域财政实力处于全国中下游，财政平衡较低，对转移支付的依赖高。2022 年，广西实现一般公共预算收入 1,687.72 亿元，同比下降 6.2%，扣除留抵退税因素还原后，同比增长 3.6%。其中地方税收收入完成 930.37 亿元，税收收入占比仅为 55.13%，较上年大幅下滑 11.04 个百分点。2022 年，广西公共财政平衡率为 28.64%，较上年下降 2.34 个百分点，财政平衡率较低，财政自给能力较弱。同期，广西实现政府性基金预算收入 1,111.27 亿元，同比下降 35.7%，主要系房地产市场遇冷导致国有土地出让收入锐减所致。债务方面，广西政府债务规模持续增长，但尚处限额以内。

再融资环境方面，广西广义债务率处于全国中上游水平，区内金融资源相对缺乏，城投企业融资渠道丰富程度不及经济发达省份，同时部分区域债券市场融资成本较高。2022 年以来，柳州市城投企业土地资产注销、票据逾期、非标涉诉、监管处罚等负面舆情频发，柳州区域城投债券发行数量及规模明显减少，发行利差上行且居高位，区域整体再融资环境恶化。柳州区域城投债规模占自治区总规模的比重较大，不利的市场舆情对广西城投整体融资环境造成了一定负面影响，区域发行利差在全国处于较高水平，整体再融资环境一般。

表 3：近年来广西地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP (亿元)	22,156.69	24,740.86	26,300.87
GDP 增速 (%)	3.70	7.50	2.90
人均 GDP (万元)	4.42	4.92	5.22
固定资产投资增速 (%)	3.70	7.60	0.10
一般公共预算收入 (亿元)	1,716.94	1,800.12	1,687.72
其中：税收收入	1,113.22	1,191.09	930.37
政府性基金收入 (亿元)	1,938.97	1,729.15	1,111.27
公共财政平衡率 (%)	27.78	30.98	28.64
地方政府债务余额 (亿元)	7,615.12	8,560.71	9,714.16

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：广西统计公报、财政预决算报告，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，北投集团的业务风险很低。首先，公司作为广西壮族自治区政府委托从事区内基础设施投融资建设与运营管理的重要主体，参与了大量北部湾区域高速公路的建设管理及口岸物流管理的重大任务，具有很强的业务竞争力；同时，公司公路业务产业链完整，施工资质齐全，项目储备充足，加之口岸贸易物流、城乡综合服务及环保水务等多元化业务板块的发展，公司业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司在建高速公路项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；受区域经济不景气和贸易品类结构调整影响，2022 年口岸贸易物流收入明显下降；城乡综合服务板块中房地产投资规模较大，在房地产市场不景气的大背景下去化情况需持续关注。

表 4：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
综合交通	444.95	83.67	13.71	591.87	81.05	14.36	614.86	78.02	15.28
口岸贸易物流	58.88	11.02	8.89	63.13	8.64	7.83	41.76	5.30	7.82
城乡综合服务	16.65	3.12	26.82	51.38	7.04	18.66	95.14	12.07	16.99
环保水务	6.03	1.13	37.37	14.00	1.92	24.26	20.94	2.66	19.44
产业金融	2.13	0.40	100.00	2.22	0.30	98.11	3.09	0.39	86.43
战略新兴&培育业务	2.02	0.01	28.20	4.38	0.60	58.60	8.53	1.08	33.82
其他	3.49	0.65	66.47	3.29	0.45	54.22	3.79	0.48	45.50
营业收入/毛利率合计	534.15	100.00	14.60	730.28	100.00	14.99	788.11	100.00	15.82

注：1、城乡综合服务板块主要包括园区运营、房地产等业务；2、其他业务收入主要系出租收入、处置材料收入、水电费收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

综合交通板块

公司在广西公路建设领域地位突出，参与了大量自治区内高速公路建设，业务稳定性及可持续性

很强，综合交通板块业务收入稳步增长，为公司最重要收入来源；目前在建高速项目仍较多，投资规模较大，未来仍面临较大的资金支付压力。

公司综合交通业务板块业务类型多元，集设计咨询、技术研发、投资开发、施工建造、运营维护为一体，业务产业链完整。2022 年，公司综合交通板块实现营业收入达 614.86 亿元，占当期公司营业总收入的 78.02%，为公司最主要收入来源。

高速公路运营方面，截至 2022 年末公司运营高速公路达到 20 条，其中 9 条为政府还贷项目，11 条为经营性项目，收费总里程合计达到 1,475.16 公里。2020~2022 年，公司高速公路日通行量分别为 11.59 万辆、16.09 万辆和 13.88 万辆，同期公司分别实现高速公路通行费收入 17.06 亿元、23.36 亿元和 20.72 亿元，2022 年主要受出行限制、交通管制、企业延迟复工等影响，通行量及收入规模均较上年同期有所下降。2023 年 1~3 月，公司实现通行费收入 7.45 亿元，预期随着 2023 年全面复工复产的推进及通行路产的持续增加，公司高速运营将趋于稳定，收入规模或将回升。

表 5：2020~2022 年公司主要运营高速公路情况（亿元、万辆/日）

路段名称	2020		2021		2022	
	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量	通行费收入	通行量
南宁至南间段	2.90	2.41	3.83	3.18	2.50	2.07
钦州至北海段	3.76	1.49	4.01	1.61	3.42	1.28
钦州至防城港段	5.81	3.90	7.29	5.11	5.12	3.58
合浦至山口段	1.70	1.28	1.80	1.44	1.84	1.40
防城至东兴段	0.46	0.39	0.64	0.53	0.26	0.17
贵港至合浦段	1.61	0.48	1.89	0.62	1.36	0.42
吴圩机场至大塘段	0.43	0.30	0.63	0.44	0.99	0.61
钟山至昭平	0.25	0.19	0.53	0.39	0.51	0.38
昭平至蒙山	0.02	0.11	0.32	0.27	0.32	0.27
融水至河池	0.03	0.32	0.35	0.14	0.75	0.27
大塘至浦北	0.00	0.04	1.20	0.42	0.91	0.33
保山市东南绕城高速公路	0.08	0.68	0.24	0.96	0.25	0.91
都安至巴马	--	--	0.29	0.15	0.84	0.21
云南昌保高速公路	--	--	0.34	0.73	0.48	0.75
吴圩至隆安	--	--	0.00	0.08	0.98	0.63
蒙山至象州	--	--	0.00	0.03	0.13	0.08
巴马至平果	--	--	--	--	0.00	0.14
信都至梧州	--	--	--	--	0.06	0.34
来宾至都安段	--	--	--	--	0.00	0.02
象来路	--	--	--	--	0.00	0.02
合计	17.06	11.59	23.36	16.09	20.72	13.88

注：新通车高速巴马至平果、来宾至都安段、象来路2022年收入规模较小。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建高速公路项目资本金比例一般为总投资的 25%，资本金部分由公司自筹和政府补助（包括政府专项债、车购税资金等）解决，其他资金由公司自筹或对外融资解决，还本付息的资金安排则以税收返还、通行费收入、政府补贴等来进行平衡。截至 2022 年末，公司在建高速公路项目 22 个，总里程合计 1,594.25 公里，总投资额合计 2,535.76 亿元，已完成投资 491.33 亿元；项目资本金合计 523.58 亿元，截至 2022 年末已到位资本金 141.61 亿元，在建项目未来尚需投资 2,044.43 亿元，投资缺口较大，资本支出压力突出。

表 6：截至 2022 年末公司在建高速公路项目（公里、亿元）

项目名称	公路性质	里程	总投资额	已投资额	项目资本金	已到位资本金
水口-崇左-爱店公路（崇左至爱店口岸段）	政府收费还贷	55.18	82.04	59.19	16.41	14.87
龙胜-峒中口岸公路龙胜芙蓉至县城段	政府收费还贷	32.19	59.82	37.18	11.96	10.47
南宁-湛江公路南宁至博白那卜段	政府收费还贷	186.71	226.50	139.26	45.30	36.56
上思至防城港公路	政府收费还贷	62.77	99.93	64.77	19.99	16.26
龙胜-峒中口岸公路南宁吴圩至上思段（一期工程）	政府收费还贷	37.50	54.57	16.58	10.91	2.88
天峨-北海公路巴马至平果段（巴马至羌圩）	政府收费还贷	56.58	142.29	28.79	35.57	20.43
百色-那坡-平孟公路（那坡至平孟口岸段）	政府收费还贷	51.09	84.15	32.14	16.83	10.25
武宣-来宾-合山-忻城公路	政府收费还贷	119.20	186.13	63.38	46.53	18.05
来宾西过境线公路	政府收费还贷	22.46	30.19	9.00	6.04	0.83
龙胜-峒中口岸公路上思至峒中口岸段	政府收费还贷	82.20	133.38	18.11	26.68	4.91
柳州至金秀公路（桐木至金秀段）	政府收费还贷	19.80	38.62	3.50	7.72	0.70
百色市南北过境烧线公路（百色市南环线）	政府收费还贷	26.34	44.00	4.08	8.80	1.65
河池（宜州）西过境线公路	政府收费还贷	45.44	56.89	9.75	11.38	3.75
柳州至金秀公路（柳州至桐木段）	政府收费还贷	59.62	86.38	0.50	17.28	0.00
宜州至都安高速公路	政府收费还贷	48.70	93.00	0.50	18.60	0.00
北流至凭祥公路（南宁大塘至凭祥段）	政府收费还贷	185.30	247.16	1.00	49.43	0.00
钦州海棠至勒沟公路	政府收费还贷	15.09	22.38	0.50	4.48	0.00
铁山港至凭祥公路（东兴至凭祥段）	政府收费还贷	154.57	243.30	1.00	48.66	0.00
百色-那坡-平孟公路（百色至那坡段）	政府收费还贷	94.82	189.95	1.00	37.99	0.00
贺州至西林公路（巴马经凌云至田林段）	政府收费还贷	112.80	229.75	1.00	45.95	0.00
隆安至硕龙高速公路	政府收费还贷	107.00	151.20	0.00	30.24	0.00
龙胜-峒中口岸公路南宁吴圩至上思段（二期工程）	政府收费还贷	18.90	34.13	0.10	6.83	0.00
合计	--	1,594.25	2,535.76	491.33	523.58	141.61

注：1、已投资额为工程投资口径，2、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工业务方面，公司工程施工主要由子公司广西路桥工程集团有限公司和广西路建工程集团有限公司负责，项目涉及传统承包工程、BT 项目、BOT 项目和 PPP 项目等多种模式。公司工程施工资质齐全，目前拥有公路工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质和建筑工程施工总承包一级资质等，为广西区域工程施工资质最全、产值规模最大的地方国企。近年公司工程施工业务收入稳步增长，为综合交通板块主要收入来源。

传统承包工程方面，2020~2022 年公司新签合同额分别为 685.76 亿元、652.00 亿元和 899.00 亿元；其中 2022 年公司新签合同量较上年增长 37.88%，其中自治区内合同量占总新签合同金额的比重有所下降但仍然较高，占比达 74.64%。

表 7: 2020~2022 年公司新签传统承包工程合同 (亿元)

项目名称	2020	2021	2022
自治区内新签合同金额	663.30	504.00	671.00
国内外地新签合同金额	22.46	148.00	228.00
新签合同金额合计	685.76	652.00	899.00

注: 因四舍五入原因, 合计数和加总数可能存在微小差异。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

BT 项目方面, 一般由业主方提供 35% 的配套资金, 公司为项目提供剩余 65% 的资金, 项目建成后由业主方分三年进行回购, 自 2018 年以来公司已无新增 BT 项目。截至 2022 年末, 公司以 BT 模式签订了城建、市政工程和开发区道路建设项目 42 项, 工程预计总投资 58.29 亿元, 自开工建设至 2022 年末, 已完工项目 40 个, 共完成投资约 49.79 亿元, 预计回购额 53.39 亿元。截至 2022 年末在建 BT 项目剩余 2 个, 金额合计 8.49 亿元, 已完成投资 4.94 亿元, 已收到款项 2.97 亿元。

BOT 项目方面, 截至 2022 年末, 公司并表 BOT 项目 1 个, 参股 BOT 项目 3 个, 项目合计总投资额 442.74 亿元, 公司已出资额合计 7.04 亿元。其中醴潭高速公路已实现通车, 收费期限为 2007~2037 年, 2022 年该项目实现营业收入 5.71 亿元, 净利润 2.11 亿元。

表 8: 截至 2022 年末公司 BOT 项目情况 (亿元)

项目名称	总投资额	持股比例	公司应出资额	公司已出资额	项目进度	是否并表
合浦县污水处理厂二期扩建工程	1.10	89.35%	0.19	0.05	在建	是
柳州经合山至南宁高速公路	207.49	49.00%	0.61	0.32	在建	否
湖南省茶陵至常宁高速公路	205.01	20.00%	8.20	4.70	在建	否
醴潭高速公路	29.14	35.00%	1.97	1.97	已通车	否
合计	442.74	--	10.97	7.04	--	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

PPP 项目方面, 公司子公司广西路桥工程集团有限公司、广西路建工程集团有限公司及广西交建工程建设集团有限公司等子公司作为社会投资人与其他公司组成投资联合体竞标 PPP 项目, 承接相应业务, 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, 税后财务内部收益率在 6%~8% 左右截至 2022 年末, 公司的 PPP 项目共 23 个进入实施阶段, 总投资额合计 863.08 亿元。项目资本金合计 203.49 亿元, 公司合计应出资额为 63.59 亿元, 已完成出资 39.90 亿元。

路网投资方面, 根据《关于广西新发展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), 新发展集团被授权作为业主, 投资建设二级路网项目, 建设主体为子公司广西北投公路建设投资集团有限公司(以下简称“北投公路”)。资金来源方面, 自治区财政厅拨付项目资本金, 其余资金由北投公路向银行申请借款。截至 2022 年末, 公司已完工的主要路网建设项目总投资额共计 248.95 亿元, 其中财政厅拨款 178.44 亿元。公司路网投资项目按工程支出计入在建工程, 竣工验收后, 路网项目不收费, 不确认收入。截至 2022 年末, 公司主要在建路网总投资额合计 114.14 亿元, 已完成投资 76.34 亿元, 其中财政厅已拨款 39.69 亿元。

勘察设计业务方面, 公司在自治区内拥有较强的勘察设计能力, 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。

整体来看, 公司交通基础设施建设相关产业业务多元, 可以打造集“公路设计、技术研发、投资开发、施工建设和运营维护”于一体的完整产业链条, 且公司工程施工主业突出, 收入规模较大; 2023 年随着全面复工复产的推进及高速公路通行数量的增加, 公司高速公路通行费收入或将稳步回升; 但同时关注到, 公司在建高速公路投资缺口仍较大, 资本支出压力较为突出。

口岸贸易物流板块

口岸贸易物流业务为公司重要收入来源, 2022 年受口岸通关政策及公司贸易品种结构调整影响, 收入规模有所下降。

口岸贸易物流业务方面, 公司贸易业务经营主体主要为广西广路实业投资集团有限公司、广西北投口岸投资集团有限公司等。近年来依托广西区域内交通建设的大力发展, 公司积极为高速公路建设服务, 参与高速公路物资供应, 充分发挥物资供应企业的优势, 为在建项目供应物资。近年公司贸易产品主要包括铝锭、铝棒、铅锭、电解铜等有色金属类, 以及钢材、白砂糖、甘蔗糖蜜、木薯淀粉、纸浆和煤炭等, 其中有色金属类以自营贸易和代理采购为主, 白砂糖、甘蔗糖蜜、纸浆、运输等利用南宁港六景港区地理环境优势, 以南宁港为中心向周围辐射, 推动港贸联动。

业务模式方面, 广路实业一般贸易品种由下游客户每周或每月向公司报送采购计划, 公司提交给采购商备货; 项目每(批)次提货时, 须提前七天向公司报送提货计划, 由供应单位通知运输公司组织车辆送货。货物送到项目后, 运输公司将项目到货签收单交给公司, 公司审核汇总制作结算表, 将结算表交项目单位审核无误后, 开具货物销售发票及运输发票, 下游客户向公司付款。

近年来, 公司贸易结构持续调整, 2022 年主要贸易品种为建材、有色金属、油气能源等, 其中前五大供应商采购金额占比为 37.33%; 前五大销售客户占比为 16.83%, 相对分散。受口岸通关政策及贸易品种结构调整影响, 公司 2022 年贸易收入下降至 63.51 亿元, 后续经营情况需持续关注。

表 9: 2022 年公司前五大供应商及前五大客户情况

	前五大供应商			前五大客户		
	供应商	产品种类	采购金额占比	销售客户	产品种类	销售金额占比
第一大	柳州钢铁股份有限公司	建材	12.56%	广西桂科院铝业有限公司	金属	6.34%
第二大	广西亿立达供应链管理有限公司	金属	8.60%	广西万银铝建材科技有限公司	金属	4.33%
第三大	广西润鑫智慧科技有限公司	建材	6.83%	广东南铝精密制造科技有限公司	金属	3.56%
第四大	中国石化销售股份有限公司广西石油分公司	能源	5.84%	中农城投(广西)建设工程集团有限公司	建材	1.41%
第五大	广西鱼峰集团有限公司	建材	3.50%	广东科城广亚铝业有限公司	金属	1.20%
合计	-	-	37.33%	-	-	16.83%

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 10: 2020~2022 年公司主要贸易品种收入(亿元)

商品种类	2020	2021	2022
建材	62.10	65.68	39.65
金属	9.35	7.02	12.72
能源类	9.57	11.00	7.18
机电等其他	3.58	0.81	2.37
农产品	2.43	2.93	1.59

合计	87.03	87.44	63.51
----	-------	-------	-------

注：各项收入为子公司单独口径，未考虑集团内部购销合并抵消情况，2020~2022 年公司合并口径口岸贸易物流板块收入分别为 58.88 亿元、63.13 亿元和 41.76 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城乡综合服务板块

近年公司城乡综合服务板块收入有所波动，其中房地产业务未来仍面临较大的投资压力，在房地产市场不景气背景下，去化情况需关注

公司城乡综合服务板块包括园区建设及运营和房地产业务两部分，其中园区建设及运营业务经营主体为公司子公司广西北投建设投资有限公司（以下简称“北投建设”）、广西北投昊元置业有限公司（以下简称“北投昊元”）、广西凭祥综合保税区开发投资有限公司（以下简称“凭祥投资”）和广西北投农产品投资开发有限公司（以下简称“北投农投”）。其中北投建设主要从事东兴市边民互市贸易区及北仑河国际商贸城等项目的开发建设和经营管理；北投昊元主要从事广西北海工业园区标准厂房项目的投资建设和经营管理；凭祥投资主要负责凭祥综合保税区基础设施项目的投资和运营管理等。公司园区运营收入主要来自于园区内厂房出租和出售、周边土地开发以及配套物业增值服务等，2022 年，公司实现园区运营收入 2.10 亿元，较上年增长 19.32%，主要来自凭祥园区收入的增长。

表 11：2020~2022 年园区运营主体收入情况（亿元）

公司	2020	2021	2022
北投建设	0.33	0.75	0.50
北投昊元	0.06	0.07	0.05
凭祥投资	0.62	0.80	1.39
北投农投	0.03	0.14	0.17
合计	1.04	1.76	2.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建园区方面，截至 2022 年末，公司主要在建园区项目为凭祥综合保税区二期、凭祥农产品加工物流项目一期和东兴跨境经济合作区口岸物流产业园一期，总投资额合计 30.75 亿元，其中资本金合计 12.46 亿元。截至 2022 年末已完成投资额 10.20 亿元，其中已到位资本金 4.41 亿元，项目未来合计还需投资 20.55 亿元。

公司房地产业务主要由北投产城负责，采用市场化方式运营。北投产城 2022 年实现房地产销售收入 30.84 亿元，较上年大幅增长，主要系项目交付结转面积同比大幅增加所致。除北投产城之外，公司下属广西北投建设投资有限公司、广西祥嘉投资有限公司等也有少量房地产项目。截至 2022 年末，公司主要房地产项目总投资额合计 663.80 亿元，建筑面积合计 908.55 万平方米，项目主要分布于南宁、钦州、北海等北部湾城市，主要在建房地产项目还需投资约 278.45 亿元，仍面临较大的投资压力。

表 12：截至 2022 年末公司主要房地产项目概况（亿元、万平方米）

项目名称	总投资	已投资	建筑面积	销售完成率	建设期间
吉祥·风景湾	49.37	42.85	47.87	86.66%	2015-2023
南宁五象智慧健康城	24.99	15.29	40.77	77.36%	地块一：2019-2023 地块二：待定

北投东境	30.00	18.99	34.01	54.97%	2020-2025
北投荷院/北投逸境	35.87	20.03	28.97	71.93%	2020-2025
北投时代	115.33	54.20	90.92	57.00%	2021-2026
北投溪境	42.25	16.29	51.82	89.30%	2022-2027
北投·观海上城	42.65	14.61	57.11	73.89%	2020-2030
北投观海湾	24.43	10.43	34.01	63.77%	2019-2026
北投·观江博园	12.29	5.44	21.49	29.05%	2020-2025
防城港·风景湾	25.88	8.35	60.49	58.67%	2009-2025
北投凤景湾	22.23	8.67	44.93	35.70%	2019-2026
北投湖畔公园里	26.09	7.45	30.93	60.07%	2020-2025
紫云凤景湾	6.15	3.56	12.83	43.05%	2020-2024
路桥·锦绣广场	13.89	12.6	25.65	61.82%	2017.6-2019.6
路桥·锦绣中央(一、二期)	6.03	5.96	24.13	95.00%	2016-2021
路桥·锦绣中央(三期)	8.34	5.53	21.05	59.00%	2019-2023
路桥·科技城	3.12	3.06	3.85	0.00%	2019-2021
路桥·锦绣康城	20.22	16.38	33.95	47.52%	2019-2022
路桥·锦绣熙园	16.29	12.52	25.79	42.19%	2019-2023
路桥·锦绣嘉园	9.79	7.60	15.52	31.24%	2019-2022
路桥·锦绣御园	12.17	10.87	20.88	66.09%	2019-2022
路桥·锦绣铭城	29.19	20.02	38.05	16.81%	2020-2023
路桥·锦绣麟城	12.06	10.18	28.83	95.07%	2019-2022
路桥·锦绣新城	16.38	13.43	35.46	81.10%	2018-2021
五象新都(互联网智慧民生小)	10.33	7.98	18.59	92.63%	2016-2019
五象新都(互联网智慧民生小)	11.56	8.65	23.04	80.71%	2016-2019
路桥·观江府	6.84	5.30	14.54	42.33%	2021-2023
路桥融创茂	17.08	9.97	19.78	27.76%	2022-2024
北投·中路雅苑	12.98	9.15	3.29	78.94%	2020-2023
合计	663.80	385.35	908.55	-	--

注：路桥·锦绣国际项目住宅部分、丹桂华庭项目住宅部分、凤祥名居项目住宅部分已销售完毕，剩余商铺和车位交由广西福信投资有限公司管理销售，不再统计后续商铺和车位销售情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司园区开发和房地产业务稳步推进，公司业务类型呈多元化，但公司在建园区及房地产项目投资规模较大，未来仍面临较大的资本支出压力，且在房地产市场不景气的大背景下，房产项目去化情况需持续关注。

环保水务板块

环保水务板块收入规模较小，但增长很快，随着公司服务园区的逐步发展，收入规模或将稳步提升

公司环保水务板块的经营主体为广西北投环保水务集团有限公司、广西北部湾水务集团有限公司和广西南宁北投心圩江环境治理有限公司，业务包括原水输水、净水及污水处理、环境生态处理、流域整治等，主要以南宁、北海、防城港、钦州及部分自治区重点产业园区为主要服务对象。公司水务项目主要服务于工业园区，大多数项目建设规模相对超前，而大多数工业园区尚处于起步阶段，因此实际供水量和设计供水能力相比有较大差距。2022 年，公司实现水务板块业务收入 20.94 亿元，其中工程施工(含建造及安装)收入占比超 50.00%，水务板块总收入同比大幅增长 49.57%，主要来自供水业务收入和环保水务类 PPP 项目建造服务收入增加。

截至 2022 年末，原水业务方面，公司供水能力 165.70 万立方米/日，实际供水需求 79.80 万立方米

/日。净水业务方面，公司供水能力 56.70 万立方米/日，实际供水需求 34.72 万立方米/日。污水处理方面，公司污水处理能力 41.65 万立方米/日，实际污水处理需求 28.27 万立方米/日。

在建项目方面，截至 2022 年末，公司主要在建水务项目包括广西钦州市沿海工业园供水水源项目郁江调水工程、防城港市企沙新区污水处理厂及截污管网一期工程等，在建项目总投资额为 74.57 亿元，已完成投资 38.69 亿元，尚需投资 36.78 亿元。

总体来看，公司环保水务板块收入规模较小，但增长较快，能为公司提供一定的收入和现金流。未来随着在建项目的陆续竣工以及园区入驻企业的增加，环保水务板块收入规模有望进一步提升。

财务风险

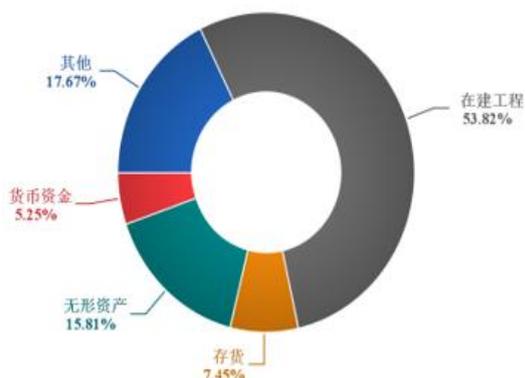
中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系受益于政府的大力支持以及业务的持续推进，近年来公司资产及权益规模持续增长，具备极强的资本实力；另外公司经营获现尚可，盈利能力较强。但值得关注的是，公司债务规模增长较快，财务杠杆持续上升且已处于较高水平；公司经营发展对外部融资存在较强依赖性；EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖能力呈小幅下降趋势。

资本实力与结构

公司的平台地位突出，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，随着业务的持续拓展，公司总资产和总负债规模不断增长，资产负债率和总资本化比率持续上升，此外，公司资产中在建工程占比较高，资产流动性不佳，但公司拥有附带收费权的高速公路等经营性资产，资产收益性较好，资产质量整体尚可。

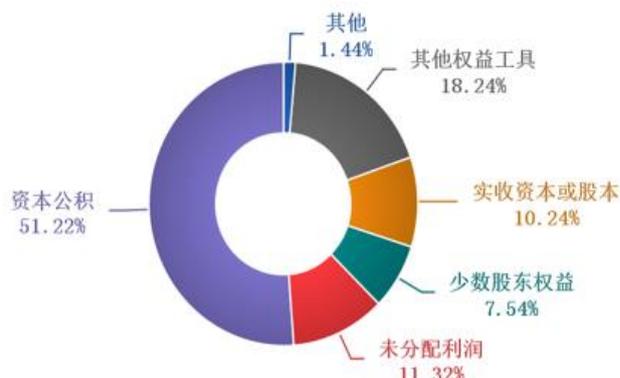
作为广西壮族自治区重要的公路建设和运营主体，公司地位重要，近年来随着业务的持续推进，其资产规模保持快速增长态势，截至 2023 年 3 月末总资产规模达到 3,749.05 亿元。公司目前的业务板块以综合交通、口岸贸易物流、城乡综合服务以及环保水务等为主，综合交通由高速公路运营、工程施工以及路网投资等几大板块构成，公司资产主要由上述业务形成的在建工程、无形资产、固定资产以及存货等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，且非流动资产占比呈现逐年上升的趋势，截至 2023 年 3 月末其占总资产的比重达到 80.58%，资产流动性不佳，未来随着高速公路、二级路网及房地产项目等的建设推进，预计其将继续保持以非流动资产为主的资产结构。如前所述，近年来，随着在建公路项目的持续投入，公司在建工程规模逐年快速增长，截至 2023 年 3 月末为 2,017.76 亿元，占总资产的比重达 53.82%；同期随着高速公路项目竣工结算并转入无形资产，公司收费权规模快速增长，未来随着高速公路的陆续竣工决算，或能为公司带来一定规模的现金流入。另外，口岸贸易物流业务未来随着通关管控影响的消退或将趋于稳定；环保水务经营业务随着园区的逐步发展，能为公司带来稳定的收入和现金流。整体来看，公司在兼顾承担公共设施建设任务的同时，依托现有产业基础，发展收费高速公路、口岸贸易物流、环保水务等经营性业务，资产收益性较好。总体来看，目前公司资产的流动性表现不佳，资产收益性较好，资产质量整体尚可。

图 1: 截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

图 2: 截至 2023 年 3 月末公司权益分布情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

公司总负债主要系交通基础设施建设类项目形成的刚性债务, 其中 2023 年 3 月末刚性债务占总负债的比例超过 80%, 占比很高。截至 2023 年 3 月末, 公司总债务为 2,085.37 亿元, 资产负债率和总资本化比率分别为 68.76%和 65.07%, 均呈快速上升趋势且已处较高水平。债务构成上, 主要以长期借款、应付债券、信托和长期应付款为主, 其中长期借款主要系交通基础设施建设过程中形成的银行借款, 是近年来公司负债增长的主要来源; 长期应付款主要系高速公路专项债款项和融资租赁借款。公司债务以长期债务为主, 截至 2023 年 3 月末, 短期债务占总债务的比重为 13.12%, 债务结构较为符合公司业务特征。随着项目建设的逐步推进, 未来公司仍将依赖于外部融资来满足部分资金缺口, 公司总债务预计仍将有所增长。

所有者权益方面, 公司经调整的所有者权益规模逐年上升, 以资本公积为主, 同时公司将收到高速项目建设的专项债资金及部分信托资金计入其他权益工具, 公司其他权益工具亦呈持续增长态势。此外, 公司自身利润持续积累, 推动未分配利润规模扩大, 对经调整的所有者权益的增长亦形成一定补充。预计未来公司将继续获得车购税资金、工程项目补助资金以及专项债资金等政府支持, 加之项目推进带动少数股东权益的增长, 公司所有者权益将进一步增厚, 资本实力将保持强劲。

表 13: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	2,231.46	2,918.29	3,589.33	3,749.05
非流动资产占比	72.39	77.27	80.02	80.58
经调整的所有者权益合计	768.14	940.93	1,082.89	1,119.28
资产负债率	64.90	66.93	68.41	68.76
总资本化比率	58.39	61.94	65.05	65.07

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

表 14: 截至 2022 年末公司债务到期分布情况 (亿元)

项目	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1~3 年	3 年以上
银行贷款	4.36%	1,535.71	167.07	126.82	1241.82
债券融资	3.50%	110.00	10.00	55.00	45.00
非标融资	5.43%	71.11	15.81	8.27	47.03
专项债券	3.86%	172.17	0.00	0.00	172.17
其他	4.67%	15.38	6.66	8.19	0.53
合计	4.43%	1,904.37	199.54	198.28	1,506.55

注: 债务到期分布数据由公司根据实际情况提供, 与财务计算口径有一定差异。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

偿债能力

公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力呈小幅下降趋势；同时，公司债务偿还对外部融资存在较强依赖性，公司目前融资渠道通畅，偿债压力尚可，需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化的影响。

受益于业务的扩张及多元化发展，近年来公司收入规模保持快速增长，收现比有所波动，收现情况尚可。现金流方面，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，系公司收到工程施工等业务的工程款及项目的拨付款持续增长所致。公司投资活动现金流呈持续净流出状态，主要系公司高速公路、普通国省干线等项目持续大幅投入所致。筹资活动净现金流为公司资金缺口提供有效保障，近年呈持续大额净流入状态。

公司 EBITDA 的主要构成利润总额及费用化利息支出均保持增长，加之折旧及摊销亦有所上升，公司 EBITDA 规模持续增长；但随着业务规模的持续扩张，公司债务规模增长较快，利息支出规模持续上升，EBITDA 对利息支出的保障能力有所下降。同时，公司经营活动现金虽呈净流入状态，但随着利息支出规模的逐年增长，经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力呈小幅下降趋势。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	52.54	44.02	53.86	17.45
收现比	1.15	1.06	0.94	1.03
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.16	0.76	0.71	--
EBITDA	48.88	62.28	73.78	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.08	1.08	0.97	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司存货、货币资金、固定资产、无形资产等形成的受限资产规模合计 352.96 亿元，占总资产的比重为 9.41%。此外，公司收费权质押的高速公路对应资产的账面价值 659.97 亿元，收费权质押的水务项目对应资产账面价值 38.76 亿元，收费权质押的工程及配套项目对应资产账面价值 121.47 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司下属子公司广西北投能源投资集团有限公司将其持有的广西北投富能实业管理有限的股权进行了质押融资，出质股权金额 2.55 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额 69.96 亿元，占公司经调整后所有者权益的 6.17%，其中对广西新柳南高速公路有限公司担保 66.40 亿元、对河池市国有资产投资经营有限责任公司担保 2.78 亿元、对南宁港开发投资有限公司担保 0.71 亿元，三者均为地方国有企业，担保风险相对可控。

诉讼方面，截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼案件。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 3 月，公司近三年一期未发生违约事件，无未结清不良信贷记录，亦未出现已发行债券到期未偿付本息的情形。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍是广西政府委托从事区内公路与口岸建设运营管理的重要主体，政府对公司有较大规模的资金支持，预计各种注入资金在 100~150 亿元，但没有显著规模的资产划出。
- 2023 年，公司主营业务板块稳步发展，收入稳步增长，盈利水平基本保持稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 650~750 亿元，股权类投资规模在 20~40 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2022 年新增债务类融资 800~1,000 亿元³，暂无股权类融资。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	61.94	65.05	60.90~67.35
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.08	0.97	0.67~0.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流保持较大规模净流入状态，2022 年末公司可动用账面资金为 183.57 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 3,717.46 亿元，尚未使用授信额度为 1,509.80 亿元，备用流动性较为充足。此外，作为广西政府委托从事区内公路与口岸建设运营管理的重要主体，公司可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场较好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，在手批文较多，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划及以往情况，未来一年投资支出主要集中于公路、工程施工项目、口岸项目及环保水务项目等，资金需求在 650~750 亿元之间。同时，截至 2022 年末，公司仍有一定规模的债务到期，预计未来一年内到期规模为 254.88 亿元；同期，预计公司未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。整体来看，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

³ 包含还本部分的债务融资。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和社会贡献，并积极履行社会责任；公司治理结构较优，内控及治理结构相对健全，但内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

环境方面，公司的公路项目建设及工程施工等业务板块会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制和培养体系较为健全，市场化业务公平参与市场竞争，并重视安全生产，近年来未发生重大安全生产事故。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。整体来看，公司战略规划清晰，治理结构较为合理，公开市场中信息披露较为及时，但 2022 年出现了高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，实际管控能力仍有进一步提升空间。

外部支持

中诚信国际认为，广西壮族自治区的支持能力很强，主要体现在以下方面：

广西地处我国西南沿海，是中国与东盟合作的重要枢纽，区位优势突出，近年经济持续稳步发展。在北部湾经济区、广西自贸区、北部湾城市群等一系列政策的支持下，广西区域经济财政发展前景向好。同时，广西拥有一定的金融资源，桂林银行股份有限公司、广西北部湾银行股份有限公司、柳州银行股份有限公司、广西中小企业融资担保有限公司和广西融资担保集团有限公司等金融机构可协调一定的金融资源，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。但近年来固定资产投资等继续推升了自治区政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年末广西地方政府债务率高于 100.00% 的国际警戒线标准，加之部分地市出现较多负面舆情，面临很大的短期偿债压力，需关注政府债务叠加部分区域集中到期的债务压力可能带来的系统性风险。

同时，广西壮族自治区对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司作为广西政府委托从事自治区内公路建设与运营管理及商贸口岸物流投资与运营的重要主体，在广西公路建设和口岸建设领域处于重要地位，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司实际控制人为广西壮族自治区人民政府，公司根据自治区政府意图承担广西公路及口岸建设任务，股权结构和业务开展均与自治区政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司上级股东主要从资产注入和政府补贴等方面对公司进行支持。2022 年公司获得自治区车购税资金 11.01 亿元、财政补助资金 25.81 亿元、征拆资金 18.04 亿元和财政厅基金出资款 5.95 亿元；此外，公司 2022 年收到政府专项债券资金 64.10 亿元，其中 56.10 亿元计入其他权益工具。

表 17：广西自治区级企业比较（亿元、%）

名称	大股东及持股	职能定位与分工	总资产	所有者权	资产负	营业总收入	净利润	债券余额
----	--------	---------	-----	------	-----	-------	-----	------

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

比例			益	债率	入			
广西投资集团有限公司	广西国资委持股 100.00%	广西最重要的产业投资和国资经营主体	7,493.76	1,298.70	82.67	2,103.00	37.93	205.00
广西交通投资集团有限公司	广西国资委持股 100.00%	广西重要的高速和铁路建设运营主体	6,294.94	2,146.98	65.89	670.69	9.96	426.30
广西北部湾投资集团有限公司	广西国资委持股 100.00%	广西重要的高速和口岸建设运营主体	3,589.33	1,133.92	68.41	788.11	29.42	90.15
广西北部湾国际港务集团有限公司	广西国资委持股 100.00%	北部湾港口重要的建设运营主体	1,498.49	405.12	72.96	1,080.85	-2.10	190.35
广西旅游发展集团有限公司	广西国资委持股 100.00%	自治区级旅游投资运营及棚改转贷平台	676.73	193.55	71.40	38.00	1.42	75.00
广西金融投资集团有限公司	广投集团持股 71.41%	自治区级金控平台	1,182.82	359.89	69.57	72.08	5.65	49.19
广西铁路投资集团有限公司	广西交投持股 100.00%	广西铁路投资建设运营主体	1,962.82	857.06	56.34	368.07	10.55	199.00

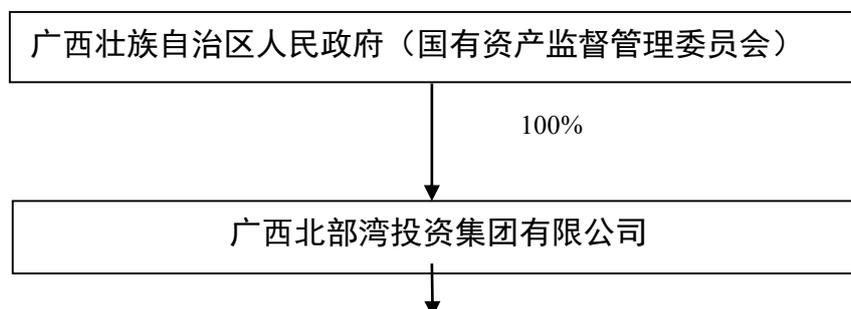
注：1、广西自治区各平台的债券余额为截至 2023 年 6 月 21 日数据，且均为本部发行的债券；2、此处所有者权益未经调整。
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，广西壮族自治区政府很强的支持能力和强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

评级结论

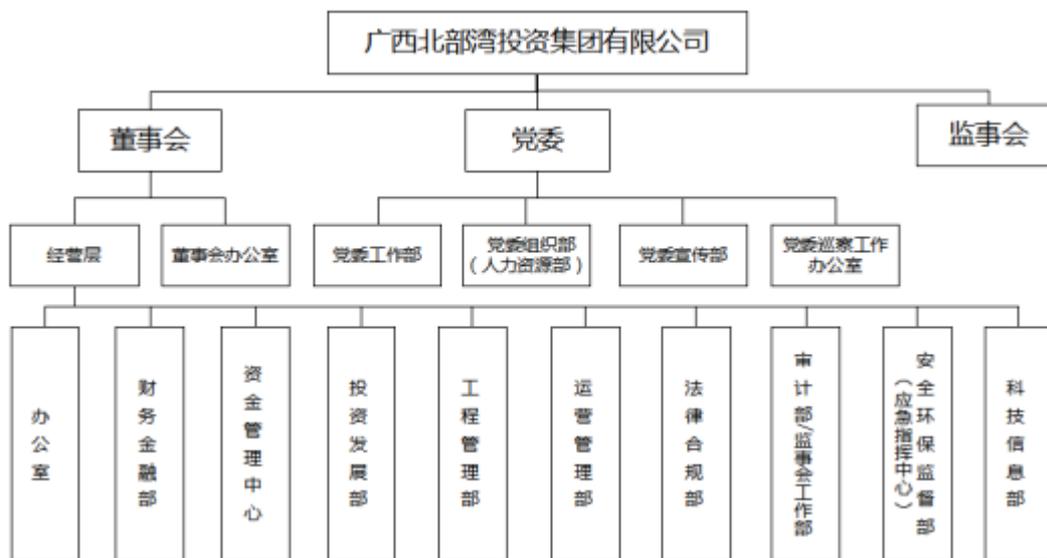
综上所述，中诚信国际评定“广西北部湾投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：广西北部湾投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



部分主要子公司名称	持股比例（%）
广西新发展交通集团有限公司	98.49
广西路桥工程集团有限公司	92.74
广西路建工程集团有限公司	96.88
广西北投能源投资集团有限公司	100.00
广西北投口岸投资集团有限公司	100.00
广西交科集团有限公司	100.00
广西北投产城集团有限公司	100.00
广西北部湾水务集团有限公司	99.25
广西北投公路建设投资集团有限公司	100.00
广西广路实业投资集团有限公司	100.00
广西交通设计集团有限公司	100.00
广西北投环保水务集团有限公司	100.00

注：根据《广西壮族自治区财政厅 广西壮族自治区人力资源和社会保障厅 广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会关于划转国有股权的通知》（桂财资〔2020〕23 号）的相关要求，公司控股股东广西国资委将其持有的公司 10% 股权无偿划转至广西国新投资发展有限公司，但截至本报告出具日，尚未完成工商变更。



资料来源：公司提供

附二：广西北部湾投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	2,346,387.68	1,790,990.42	1,853,874.26	1,968,991.48
应收账款	709,776.09	396,147.73	540,423.19	564,983.09
其他应收款	533,463.04	239,581.82	216,933.85	191,495.33
存货	1,943,263.61	2,910,557.63	2,915,767.14	2,793,901.20
长期投资	1,077,897.33	1,056,165.93	1,592,635.92	1,658,581.14
在建工程	10,879,427.41	14,427,732.94	18,791,865.49	20,177,596.73
无形资产	950,796.20	4,760,213.98	5,884,013.05	5,925,780.31
资产总计	22,344,179.76	29,182,921.66	35,893,264.35	37,490,473.19
其他应付款	611,303.48	323,115.47	336,980.78	344,694.45
短期债务	1,579,568.58	2,316,415.28	2,548,780.54	2,735,446.80
长期债务	9,201,653.38	12,996,451.30	17,604,698.86	18,118,244.97
总债务	10,781,221.95	15,312,866.58	20,153,479.39	20,853,691.77
负债合计	14,482,822.04	19,531,352.50	24,554,023.70	25,777,391.40
利息支出	453,831.08	577,896.70	757,629.93	212,112.00
经调整的所有者权益合计	7,681,433.73	9,409,269.16	10,828,940.65	11,192,781.79
营业总收入	5,341,508.64	7,302,806.71	7,881,105.06	2,432,384.57
经营性业务利润	313,084.77	433,201.08	446,537.81	148,716.54
其他收益	4,264.77	5,846.51	8,457.80	2,382.53
投资收益	3,244.17	10,043.57	-2,130.50	2,590.28
营业外收入	6,190.59	10,030.16	7,245.42	886.28
净利润	211,595.39	247,329.95	294,235.66	122,260.21
EBIT	395,974.56	493,198.24	589,961.92	--
EBITDA	488,761.85	622,810.40	737,777.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金	6,122,137.54	7,716,530.53	7,408,874.63	2,498,709.65
收到其他与经营活动有关的现金	1,052,247.56	1,000,114.33	1,128,829.09	355,031.10
购买商品、接受劳务支付的现金	4,903,352.56	6,405,803.47	6,044,597.22	2,137,542.47
支付其他与经营活动有关的现金	1,134,801.17	1,068,861.92	1,140,509.95	337,520.78
吸收投资收到的现金	1,175,132.80	1,624,596.28	1,316,553.60	253,645.08
资本支出	3,591,054.25	6,133,632.74	5,173,998.50	1,235,961.38
经营活动产生的现金流量净额	525,400.79	440,169.84	538,573.19	174,472.08
投资活动产生的现金流量净额	-4,337,658.07	-6,451,412.18	-5,650,553.87	-1,288,135.44
筹资活动产生的现金流量净额	4,209,589.36	5,455,848.14	5,160,155.14	1,229,051.06
现金及现金等价物净增加额	397,323.20	-555,397.26	48,171.26	115,117.23
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	14.60	14.99	15.82	12.07
期间费用率（%）	8.33	8.37	9.17	5.31
应收类款项占比（%）	6.63	2.59	2.27	2.17
收现比（X）	1.15	1.06	0.94	1.03
资产负债率（%）	64.82	66.93	68.41	68.76
总资本化比率（%）	58.39	61.94	65.05	65.07
短期债务/总债务（%）	14.65	15.13	12.65	13.12
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.16	0.76	0.71	--
总债务/EBITDA（X）	22.06	24.59	27.32	--
EBITDA/短期债务（X）	0.31	0.27	0.29	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.08	1.08	0.97	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表，各期数据均为报告期末数；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他权益工具”中的有息债务调整至长期债务计算，将“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn