

信用等级通知书

联合评字〔2019〕1502号

深圳前海桂金融资租赁有限公司：

联合信用评级有限公司对“前海桂金 2018 年度第一期资产支持专项计划”项下的“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”的信用状况进行了跟踪评级，经本公司信用评级委员会审定，确定：“前海桂金 2018 年度第一期资产支持专项计划”项下的“18 桂金 A1”的信用等级为 AAA_{sf}，“18 桂金 A2”的信用等级为 AAA_{sf}，“18 桂金 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此通知

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月二十一日

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>

信用等级公告

联合〔2019〕1502号

深圳前海桂金融资租赁有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“前海桂金 2018 年度第一期资产支持专项计划”项下的“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”进行跟踪评级，确定：

“18 桂金 A1”的信用等级为 AAA_{sf}

“18 桂金 A2”的信用等级为 AAA_{sf}

“18 桂金 A3”的信用等级为 AAA_{sf}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日



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>

前海桂金 2018 年度第一期资产支持专项计划 2019 年跟踪评级报告

评级结果：

证券简称	存续规模 (亿元)		占比 (%)		评级结果	
	本次	首次	本次	首次	本次	首次
18 桂金 A1	0.70	2.62	13.28	36.29	AAA _{sf}	AAA
18 桂金 A2	1.82	1.82	34.30	25.24	AAA _{sf}	AAA
18 桂金 A3	2.40	2.40	45.14	33.22	AAA _{sf}	AAA
18 桂金次	0.36	0.36	6.78	4.99	NR	NR
证券合计	5.29	7.20	99.49	99.73	--	--
超额抵押	0.03	0.02	0.51	0.27	--	--
资产池合计	5.31	7.22	100.00	100.00	--	--

注：联合信用评级有限公司自2019年4月1日起，采用在一般公司债券评级符号基础上加下标“sf”来特指资产支持专项计划等结构化产品债项的信用等级，各等级含义均与调整前保持一致，本次符号标识调整不影响之前所评定债项的信用等级效力；NR——未予评级。

首次评级时间：2018年9月13日

跟踪评级时间：2019年6月21日

跟踪评级有关日期：

专项计划成立日：2018年10月19日
 专项计划法定到期日：2023年4月26日
 资产池初始基准日：2018年2月1日
 资产池跟踪基准日：2019年2月1日
 证券跟踪基准日：2019年1月28日
 跟踪期间：2018年2月2日~2019年2月1日

分析师

邵天 shaot@unitedratings.com.cn

刘鑫龙 liuxinlong@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

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

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对“前海桂金2018年度第一期资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构的稳健性以及参与机构的信用状况和尽职情况进行了持续的关注，并对上述要素进行了量化分析。

截至资产池跟踪基准日，本专项计划资产池变化不大，整体信用水平维持较高水平（加权平均信用等级为A/A-），加权平均保证金比例略有提升（由6.50%提升至6.63%），资产池剩余期限的缩短（由44.34个月缩短至32.89个月）也减少了资产池风险暴露的时间。虽然行业和区域集中度问题依旧显著，但基础资产整体质量维持稳定。随着18桂金A1部分本金兑付，剩余优先级证券获得的信用支持均有所提升。而广西铁路投资有限公司（以下简称“广西铁投”，主体信用等级AAA）为优先级证券提供的差额支付承诺是优先级证券信用等级由A_{sf}提升至AAA_{sf}的关键因素。

综合考虑上述因素，联合评级确定维持前海桂金2018年度第一期资产支持专项计划18桂金A1、18桂金A2、18桂金A3的信用等级为AAA_{sf}。

优势：

1. 截至资产池跟踪基准日，基础资产信用水平较高，且无逾期记录。具体来讲，本期交易基础资产涉及21笔融资租赁款，对应承租人12户，无逾期记录。资产池加权平均信用等级维持A/A-，加权平均保证金水平由首次评级的6.50%提升至6.63%，资产组合信用水平较好。

2. 截至证券跟踪基准日，优先级证券获得的信用支持均有所提升。由于18桂金A1部分本金偿付，考虑超额抵押后，18桂金A1、18桂金A2和18桂金A3证券可获得信用支持由5.25%提升至7.29%，增加2.04个百分点，剩余

优先级证券获得的信用支持水平均有所提高。

3. 广西铁投提供的差额支付承诺对优先级证券信用水平的提升起到关键作用。广西铁投作为广西壮族自治区政府直属的大型国有独资企业，具备极强的股东背景和资本实力，联合评级评定广西铁投主体长期信用等级维持 AAA。其提供的差额支付承诺对优先级证券信用水平提升起到关键作用。

关注：

1. 截至资产池跟踪基准日，资产池行业和地区集中度极高，集中度问题依旧显著。具体来讲，剩余资产池涉及行业全部为医疗行业，行业集中度极高；所涉承租人全部分布于广西壮族自治区，单一区域环境恶化可能对资产池信用表现产生负面影响。

2. 广西铁投未来资本支出压力较大，利润主要依靠政府补助和投资收益。广西铁投新开工、拟建和续建铁路项目仍较多，未来资本支出压力仍属较大。跟踪期内，广西铁投主营业务盈利能力仍较弱，期间费用、资产减值侵蚀利润，利润实现依赖投资收益和政府补助。

3. 可能存在模型风险。影响基础资产违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定的模型风险。

原始权益人主要财务数据：

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	9.92	13.28
所有者权益（亿元）	4.07	4.45
营业收入（亿元）	0.76	0.98
净利润（亿元）	0.25	0.38

注：本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

差额支付承诺人主要财务数据

项目	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	1,064.46	1,022.56	1,014.24
所有者权益（亿元）	426.32	404.68	402.45
长期债务（亿元）	438.93	368.75	274.51
全部债务（亿元）	543.59	512.23	361.91
营业收入（亿元）	154.24	148.81	27.08
净利润（亿元）	4.96	1.33	-2.32
EBITDA（亿元）	28.46	25.16	--
经营性净现金流（亿元）	41.91	40.34	-8.82
营业利润率（%）	13.77	12.03	10.05
净资产收益率（%）	1.20	0.32	--
资产负债率（%）	59.95	60.43	60.32
全部债务资本化比率（%）	56.05	55.87	47.35
流动比率（倍）	2.53	1.54	1.69
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.07	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.42	1.26	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；4. 本报告已将其他流动负债中有息部分计入短期债务中，将长期应付款中有息部分计入长期债务中；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

信用评级报告声明

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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本跟踪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，未因任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本跟踪评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的相关资料主要由委托方或发行人提供，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委托方、发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级有效期为专项计划项下受评对象存续期；在信用等级有效期内，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、证券兑付情况

本专项计划于 2018 年 10 月 19 日正式成立，实际收到认购资金 72,000.00 万元。本专项计划于 2018 年 11 月 15 日在深圳证券交易所固定收益证券综合电子平台挂牌转让。截至证券跟踪基准日（2019 年 1 月 28 日），累计进行了 2 次收益分配，累计分配金额 19,986.90 万元，其中，兑付本金 19,146.96 万元，兑付利息 839.94 万元。具体如下表所示：

表 1 截至证券跟踪基准日本期优先级证券兑付概况（单位：万元）

收益分配时间	18 桂金 A1		18 桂金 A2		18 桂金 A3	
	本金	利息	本金	利息	本金	利息
2018/10/26	14,902.56	24.87	--	18.87	--	27.64
2019/1/28	4,244.40	144.02	--	253.38	--	371.16
合计	19,146.96	168.89	--	272.25	--	398.80

资料来源：联合评级整理

截至证券跟踪基准日，18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 对应的利息已及时足额偿付，18 桂金 A1 兑付本金 19,146.96 万元。证券剩余未偿本金为 52,853.04 万元，其中，优先级证券未偿本金合计 49,253.04 万元，次级证券未偿本金为 3,600.00 万元。本专项计划的法定到期日为 2023 年 4 月 26 日。本专项计划证券存续规模情况如下表：

表 2 截至证券跟踪基准日本期资产支持证券剩余规模及兑付概况（单位：万元、%）

证券简称	存续规模		占比		发行利率	预期到期日	兑付情况
	跟踪基准日	初始基准日	跟踪基准日	初始基准日			
18 桂金 A1	7,053.04	26,200.00	13.28	36.29	4.95	2019/7/26	本金已兑付 19,146.96 万元，当期利息已及时足额偿付
18 桂金 A2	18,220.00	18,220.00	34.30	25.24	5.40	2020/7/26	本金未兑付，当期利息已及时足额偿付
18 桂金 A3	23,980.00	23,980.00	45.14	33.22	6.01	2022/4/26	本金未兑付，当期利息已及时足额偿付
18 桂金次	3,600.00	3,600.00	6.78	4.99	--	2022/4/26	--
证券合计	52,853.04	72,000.00	99.49	99.73	--	--	--
超额抵押	269.71	192.31	0.51	0.27	--	--	--
资产池合计	53,122.75	72,192.31	100.00	100.00	--	--	--

资料来源：联合评级整理

注：本息偿付方式上，18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 均为按季付息，按季过手摊还本金；18 桂金次在优先级本息兑付完毕后，享受剩余收益。

截至资产池跟踪基准日，资产池剩余未偿本金余额 53,099.00 万元，专项计划账户余额 23.75 万元，合计基础资产未偿本金 53,122.75 万元，对剩余证券本金形成 0.51% 的超额抵押。

截至证券跟踪基准日，考虑超额抵押后，18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 证券可获得信用支持由 5.25% 提升至 7.29%，增加 2.04 个百分点。优先级证券获得的信用支持水平均有所提高。

跟踪期间，基础资产收入能够足额偿付当期应支付的优先级证券的本金和收益，截至证券跟踪基准日，本专项计划尚未发生违反合同约定的损害基础资产及其收益的情况，未触发加速清偿事件、违约事件、权利完善事件。

二、参与机构表现

本专项计划管理人为华融证券股份有限公司（以下简称“华融证券”）。截至 2018 年底，华融证券资产总额 796.18 亿元，所有者权益合计 118.85 亿元。2018 年，华融证券实现营业收入 16.04 亿元，净利润-8.89 亿元。截至 2018 年底，华融证券资产管理总规模 2,125.11 亿元，较上年底减少 22.05%；产品总数 272 只，较上年底减少 16 只。总体看，华融证券实力雄厚，参与管理的资产规模较大，具有丰富的资产管理经验，尽职能力情况稳定。

本专项计划的监管银行/托管银行为中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）。截至 2018 年底，中国银行资产总额 21.27 万亿元，负债总额 19.54 万亿元，归属于母公司所有者权益 1.61 万亿元，分别比上年末增长 9.25%、9.23%和 7.82%。2018 年，中国银行实现净利润 1,924.35 亿元，同比增长 4.03%。截至 2018 年底，中国银行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 11.41%、12.27%和 14.97%。不良贷款率 1.42%，比上年末下降 0.03 个百分点，资产质量控制在目标区间。托管业务方面，截至 2018 年底，中国银行托管资产规模近 10 万亿元。总体看，中国银行资产规模大，经营状况良好，并拥有丰富的资金托管经验，能够很好地履行其职责与义务。

截至跟踪基准日，未触发相关机构解任事件。联合评级认为，计划管理人及托管人经营状况良好，财务状况稳定，尽职能力情况稳定。

三、原始权益人/资产服务机构/差额支付承诺人/信用风险分析

本专项计划涉及的原始权益人和资产服务机构均为深圳前海桂金融资租赁有限公司（以下简称“桂金租赁”）。

1. 原始权益人/资产服务机构概况

桂金租赁是经广西壮族自治区国资委批准，于 2016 年 4 月在深圳前海自贸区注册成立。截至 2018 年底，桂金租赁注册资本为 5.00 亿元人民币，其中，广西铁投产业投资集团有限公司在 2019 年 1 月 18 日从广西铁投资产管理有限公司获得 75% 的股权比例，华南大锰投资有限公司维持出资 25% 的股权比例，由广西铁投产业投资集团有限公司控股经营。桂金租赁经营范围较首评未发生变化。

截至 2018 年底，桂金租赁下设综合部、业务部、资金财务部和风险管理部 4 个部门，现有员工 16 人（含管理层），其中，总经理 1 人、副总经理 2 人、业务部 6 人、运营管理部 2 人、综合部 2 人以及财务部 3 人，员工均具有相关行业经验。

截至 2018 年底，桂金租赁资产总额 132,836.91 万元，负债总额 88,337.82 万元；所有者权益（含少数股东权益）44,499.09 万元。2018 年，桂金租赁实现营业总收入 9,754.09 万元，净利润 3,803.87 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 3,803.87 万元。2018 年，桂金租赁经营活动产生的现金流量净额为 4,500.46 万元，较上年增长 6.98%；桂金租赁期末现金及现金等价物净增加额为 3,615.43 万元，较上年大幅增长 84.46%。

2. 经营状况分析

2018 年，桂金租赁依托股东广西铁投的行业和资源优势，逐渐开始涉及大交通、教育和新能源行业融资租赁业务，业务类型逐渐丰富，单一行业政策变化对其融资租赁业务的影响有所降低。

目前，桂金租赁主要开展以售后回租为主的融资租赁业务模式，租赁期限以 5 年期为主。在业务行业分布上，桂金租赁现阶段业务主要集中在医疗板块和公共事业类项目。2018 年，新增项目 3

个，新增融资租赁投放金额 51,000.00 万元，全部为公共事业行业项目。截至 2018 年底，桂金租赁融资租赁贷款余额为 116,736.97 万元，较上年末增长 23.09%；存量租赁项目 17 个，较上年末增长 3 个，业务规模进一步扩大。

表 3 桂金租赁业务情况

项目	2017 年	2018 年
融资租赁累计放款总额（万元）	118,300.00	169,300.00
期末存量租赁项目个数（个）	14	17
期末签订租赁合同数（笔）	23	27
当年融资租赁投放金额（万元）	33,000.00	51,000.00
年末融资租赁贷款本金余额（万元）	94,835.40	116,736.97
应收融资租赁贷款坏账准备（万元）	--	--
应收融资租赁贷款净额（万元）	94,835.40	116,736.97
融资租赁单一客户最大额度（万元）	10,000.00	25,000.00

资料来源：桂金租赁提供

注：年末融资租赁本金余额=放款本金-已收回本金

2018 年，桂金租赁实现营业收入 9,754.09 万元，同比大幅增长 29.11%，主要系咨询服务收入大幅增长所致。在营业收入构成中，融资租赁收入为 6,263.52 万元，占比 64.21%；咨询服务收入为 3,490.57 万元，占比 35.79%，较 2017 年增长 19.74 个百分点。咨询服务收入的快速增长，使其在营业收入的占比较大提升。

表 4 2017~2018 年桂金租赁收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
融资租赁收入	6,341.91	83.95	6,263.52	64.21
咨询服务收入	1,212.74	16.05	3,490.57	35.79
合计	7,554.65	100.00	9,754.09	100.00

资料来源：桂金租赁提供

从业务地区分布来看，桂金租赁客户全部集中在广西壮族自治区。2018 年，桂金租赁客户主要分布于钦州市、柳州市、崇左市和百色市，收入占比合计为 87.02%，较 2017 年下降 1.54 个百分点。同时，业务地区新增北海市，业务范围进一步扩大。

表 5 2017~2018 年桂金租赁主营业务收入分区域情况（单位：万元，%）

区域	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
广西钦州市	2,407.68	31.87	2,968.16	30.43
广西柳州市	422.71	5.6	2,524.59	25.88
广西崇左市	1,861.44	24.64	1,547.89	15.87
广西百色市	1,998.41	26.45	1,447.61	14.84
广西北海市	-	-	723.64	7.42
广西玉林市	864.41	11.44	542.2	5.56
合计	7,554.65	100.00	9,754.09	100.00

总体看，2018 年，桂金租赁业务发展较快，业务范围呈扩张趋势，租赁投放金额实现增长；虽

然租赁业务收入小幅下滑,但在咨询服务收入快速增长的带动下,营业收入整体维持快速增长趋势。同时,联合评级也关注到,桂金租赁成立时间不长,且受单一行业政策影响很大,其融资租赁业务增速有所放缓,可能存在相关业务风险,联合评级也将针对此类风险保持持续关注。

3. 财务状况分析

桂金租赁提供了2018年财务报告,经北京永拓会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了标准无保留意见的审计报告。

(1) 资产质量

2018年,桂金租赁资产规模为132,836.91万元,较年初增长33.90%,主要系桂金租赁拓展业务规模,致使应收融资租赁款大幅增长所致。截至2018年底,桂金租赁流动资产占比37.03%,非流动资产占比62.97%,以非流动资产为主,主要系桂金租赁的资产集中在长期应收租赁款所致,符合行业特点。

截至2018年底,桂金租赁流动资产规模49,195.05万元,较年初增长59.84%,主要系融资租赁业务快速增长带动应收账款和一年内到期的非流动资产大幅增长所致。流动资产主要由一年内到期的非流动资产(占比75.16%)、应收票据和应收账款(占比12.33%)构成。

截至2018年底,桂金租赁非流动资产总额83,641.86万元,较年初增长22.23%,主要系融资租赁业务增长带动长期应收款以及可供出售金融资产增长所致。截至2018年底,桂金租赁长期应收款为79,763.85万元(占比95.36%),较年初增长16.58%;可供出售金融资产为3,600.00万元(占比4.30%),系发行资产证券化产品持有次级证券所致。

总体看,2018年,桂金租赁资产规模持续快速增长,资产构成以长期应收款为主。融资租赁资产未出现逾期情况,整体资产质量较好。

(2) 资金来源与杠杆水平

桂金租赁业务所需资金主要来自资产证券化融资、关联方借款、自有资金和利润的留存。

截至2018年底,桂金租赁负债规模大幅增长,较上年底增加了50.97%,主要系资产证券化融资以及融资租赁客户保证金增加所致。截至2018年底,桂金租赁负债合计88,337.82万元,其中,流动负债占比46.33%,非流动负债占比53.67%。桂金租赁负债主要来源于其他应付款(占比22.81%)、一年内到期的非流动负债(占比20.85%)和长期应付款(占比53.67%),合计占比达到97.34%。

长期应付款方面,截至2018年底,桂金租赁长期应付款余额47,411.41万元,较年初增长585.67%,主要系桂金租赁通过资产证券化产品融资所致。一年内到期的非流动负债为18,422.68万元,主要系长期应付款一年内到期金额重分类调整所致。其他应付款余额为20,150.52万元,主要为广西铁路发展投资基金、广西铁路发展二期投资基金合伙企业的关联方借款,余额分别为5,000.00万元和15,000.00万元。

自有资金方面,截至2018年底,桂金租赁所有者权益合计44,499.09万元,较年初增长9.35%。其中,实收资本37,500.00万元(占比84.27%),未分配利润6,174.18万元(占比13.87%),盈余公积824.91万元(占比1.85%),所有者权益稳定性好。

杠杆水平方面,2018年,桂金租赁资产负债率为66.50%。其中2018年受融资渠道拓展筹资规模上升的影响,桂金租赁资产负债率较年初上升7.52个百分点。截至2018年底,受负债规模上升影响,桂金租赁风险资产对净资产倍数为2.62倍,较上年的2.33倍有所上升,但仍处于较低水平。截至2018

年末，桂金租赁全部债务为85,834.09万元，其中，短期债务38,422.68万元（占比44.76%），长期债务47,411.41万元（占比55.24%），近期存在一定的偿债压力。

总体看，桂金租赁资金来源主要是发行证券化产品和关联方借款。随着业务的发展，桂金租赁存在一定的偿债压力。

（3）盈利能力

2018年，桂金租赁加大新领域业务的投放力度，积极拓展公共事业项目，融资租赁业务规模快速增长，营业收入水平较2017年出现大幅提升。2018年，桂金租赁实现营业收入9,754.09万元，同比增长29.11%。桂金租赁营业收入主要来源于融资租赁业务的利息收入和咨询服务收入。2018年，桂金租赁费用控制能力有所提升，费用收入比为48.99%，较2017年的56.34%下降7.35个百分点，但费用控制能力仍较弱。2018年，桂金租赁盈利能力有所提升，总资产报酬率7.85%，较2017年保持稳定；净资产收益率为9.08%，较2017年的6.32%上涨2.76个百分点，主要系因咨询服务收入快速增长，使得营业收入大幅增加所致。

总体看，随着业务规模不断扩大，桂金租赁主营业务收入快速增长，费用控制能力有所提升，整体盈利能力不断改善。

（4）现金流

2018年，桂金租赁经营活动产生的现金流量净额为4,500.46万元，较上年增长6.98%，主要系应交未交税费增加，导致支付的各项税费减少所致。2018年，桂金租赁的投资活动现金流呈持续净流出状态，为-24,763.43万元，主要系桂金租赁积极拓展业务范围，融资租赁业务大幅增加所致。2018年，桂金租赁筹资活动产生的现金流量净额为23,878.39万元，较上年大幅增长299.64%，主要系桂金租赁发行资产证券化产品筹资增加所致。2018年，桂金租赁期末现金及现金等价物净增加额为3,615.43万元，较上年大幅增长84.46%，主要系桂金租赁筹资活动产生现金流能力的提升所致。

总体来看，2018年来，桂金租赁经营活动现金流为净流入态势，但随着业务规模的扩大，对外融资的依赖程度较大。

（5）偿债能力及资本充足率

截至2018年底，桂金租赁流动比率为1.20倍，较2017年底的10.62倍有较大幅度的下降，短期偿债能力一般；资产负债率66.50%，较2017年末上升7.52个百分点，虽然资产负债率上升较快，但长期偿债能力仍较强。截至2018年底，桂金租赁应收融资租赁款116,736.97万元，所有者权益为44,499.09万元，资本充足率38.12%，较上年末下降4.79个百分点，资本充足率虽有所下降，依然处于行业较高水平。总体看，桂金租赁偿债能力一般，资本充足率较高。

截至2018年底，桂金租赁未获取银行授信额度，无对外担保。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码证：G1044030514009800A），截至2019年06月17日，桂金租赁未与金融机构发生过信贷关系。

综上，2018年，桂金租赁积极拓展公共事业行业项目，业务收入和业务投放金额均实现增长；随着业务扩张和融资渠道的拓宽，桂金租赁资产规模和负债规模随之扩大，杠杆率进一步提升；桂金租赁资本充足率较好，整体盈利能力有所提升，但仍处于一般水平。同时，业务所在行业和地区集中度高，联合评级将对可能带来的信用风险持续关注。

四、差额支付承诺人信用风险分析

本专项计划的差额支付承诺人是广西铁投。

1. 广西铁投概况

广西铁路投资集团有限公司（以下简称“广西铁投前身为广西铁路投资（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。2018年10月，根据广西国资委《关于广西交通投资集团有限公司与广西铁路投资集团有限公司战略性重组有关事项意见的通知》（桂国资产权〔2019〕7号），同意广西铁投整体并入广西交通投资集团有限公司（以下简称“广西交投”）作为广西交投全资子公司，不再作为广西国资委直接监管企业。截至2019年3月末，广西铁投注册资本为174.21亿元，广西交投持股100.00%，实控人为广西国资委。

2018年，广西铁投重新调整了组织架构，职能部门由13个缩减为10个，经营范围较上年无变化；广西铁投二级子公司12家，下设9个控股、参股铁路项目公司。截至2019年3月末，广西铁投拥有在职员工2,388人。

截至2018年末，广西铁投合并资产总额1,022.56亿元，负债合计617.88亿元，所有者权益404.68亿元，其中，归属于母公司所有者权益344.53亿元。2018年，广西铁投实现营业收入148.81亿元，实现净利润1.33亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-1.36亿元；经营活动产生的现金流量净额40.34亿元，现金及现金等价物净增加额-9.54亿元。

截至2019年3月末，广西铁投合并资产总额1,014.24亿元，负债合计611.79亿元，所有者权益402.45亿元，其中，归属于母公司所有者权益341.94亿元。2019年1~3月，广西铁投实现营业收入27.08亿元，实现净利润-2.32亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润-2.65亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.82亿元，现金及现金等价物净增加额-19.91亿元。

广西铁投注册地址：南宁市青秀区民族大道152号；法定代表人：景东平。

2. 经营分析

（1）经营概况

广西铁投主营业务未发生变化，2018年，广西铁投实现营业收入148.81亿元，同比下降3.52%，主要系商品购销收入下降所致。

从收入构成看，商品购销收入仍为广西铁投主要收入来源，2018年，商品购销收入同比下降7.29%，主要系白糖及煤炭收入减少所致。金属锰矿产采选、冶炼加工及贸易收入较上年变化不大。房地产开发收入同比增长30.86%，主要受商品房交付进度影响。金融及其他板块收入占比较小，对广西铁投收入规模影响有限。

表6 2017~2018年广西铁投主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品购销	87.96	59.31	1.47	81.55	56.69	0.79
金属锰矿产采选、冶炼加工及贸易	36.06	24.32	27.89	34.42	23.93	28.93
房地产开发	16.88	11.38	18.51	22.09	15.36	12.78

金融及其他板块	7.40	4.99	36.17	5.80	4.03	29.41
合计	148.31	100	11.56	143.86	100.00	10.52

资料来源：广西铁投审计报告

从毛利率水平看，2018年，商品购销业务毛利率较上年下降0.68个百分点，主要系白糖业务由于下游客户违约，亏本处理了该部分产品，导致白糖业务收入及毛利率下滑（广西铁投没收了违约方保证金，体现在营业外收入）。广西铁投金属锰矿产采选、冶炼加工及贸易毛利率较上年变化不大。房地产开发业务毛利率较上年下降5.73个百分点，主要系绿地中央广场项目各地块分年度转让，但部分各地块共同分摊的成本统一在2018年结转所致。广西铁投金融及其他板块业务规模较小，对广西铁投利润影响不大。综合上述因素影响，2018年，广西铁投主营业务综合毛利率10.52%，较上年下降1.04个百分点。

2019年1~3月，广西铁投实现营业收入27.08亿元，较上年同期下降27.76%；实现净利润-2.32亿元，其中，归属于母公司所有者净利润-2.65亿元，亏损主要系政府补贴尚未到位。

总体看，2018年，广西铁投主营业务收入受贸易收入减少而有所下降，综合毛利率水平稍有下滑。

（2）铁路投资建设业务

2016年，广西铁投作为广西区内铁路投资建设的重要主体，履行中国铁路总公司（原铁道部）和广西铁路合作项目中广西方产权代表的职能，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。截至2019年3月末，广西铁投共完成了19条铁路工程建设，项目总投资合计3,437.78亿元，广西方计划出资合计393.15亿元，由于项目建设实施过程中发生变化，部分项目广西方计划出资额与广西铁投实际出资额存在差异，广西铁投实际出资398.71亿元。已建成的铁路项目均为参股项目，铁路项目收益在取得分红或转让时体现在投资收益，2018年及2019年一季度，广西铁投未收到铁路项目公司现金分红，铁路项目一般需要运营若干年后才能达到盈亏平衡点。

在建项目方面，截至2018年末，广西铁投在建铁路工程项目计划总投资1,565.76亿元，其中广西方出资704.83亿元，广西铁投累计已出资55.95亿元，后续仍有很大出资需求。从在建、拟建项目出资计划看，截至2018年末，广西铁投在建及拟建项目计划总投资5,570.75亿元，其中广西方计划出资1,601.04亿元，2019~2023年分别计划出资97.50亿元、166.00亿元、185.81亿元、216.93亿元和180.00亿元，广西铁投未来仍存在较大的资金支出压力。

从续建项目出资计划看，广西铁投云桂铁路、黎湛铁路电气化改造工程、南昆铁路南宁至百色段增建二线工程3个项目仍有进一步续建计划，续建项目2019年计划出资11.70亿元。

铁路发展投资基金方面，2014年6月，由广西铁投下属全资子公司广西铁投产业投资集团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，到期后由广西铁投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，二期规模为45亿元。截至2019年3月末，首期募集资金已到位49.90亿元¹，其中，广西铁投出资34.90亿元（政府引导性财政出资5.00亿元），社会资本出资15.00亿元；二期募集资金已到位44.95亿元，其中，广西铁投出资34.95亿元，社会资本出资10.00亿元。社会资本出资反映于

¹ 到位资金体现为相应基金子公司的实收资本。

广西铁投合并报表中的“少数股东权益”，募集资金投资于铁路项目或金融投资，资产端主要体现在“在建工程”、“可供出售金融资产”（部分为铁路项目投资，部分为持有的上市公司股权、投资基金合伙企业）等。

总体看，2018年，广西铁投铁路建设项目不断推进，“区市共担”资本金及铁路发展投资基金募集资金逐步到位，对广西铁投铁路建设资金筹集形成有效保障，但资本金到位情况受自治区及市级政府的资金拨付效率影响较大，目前资本金到位缺口较大，加重广西铁投债务负担。同时，广西铁投新开工和续建项目较多，未来几年仍面临大额资本支出压力。

（3）锰矿贸易业务

目前广西铁投控股的锰矿山企业较2017年末未发生变化，仍拥有南非PMG和LIDINO两个锰矿山企业，其中PMG公司共有2个矿权，分别为BISHOP和PALING，LIDINO公司有1个矿权，为LOMOTENG，上述矿权均在南非，而广西大锰业集团有限公司（以下简称“大锰业”）总部位于广西，对于海外矿山的管控力度仍有待观察。广西铁投3个矿权可采储量、年开采能力及采矿权期限均较2017年末未发生变化。

2018年，广西铁投仍主要从事电解金属锰冶炼、锰系列开发及辅助材料生产、销售，主要产品有锰矿石、电解金属锰编织袋和动力电池电芯等，除此之外，广西铁投还进行锰矿石、铬矿、合金、电池及轿运车的商品购销业务。

2018年上半年，锰系市场行情基本平稳，后由于环保检查、期货价格上涨、螺纹钢新标准执行等综合影响，步入上行通道，行情有所转好。但年末行业供给明显增加，价格有所回落。锰矿石（自营）销量较上年大幅增长，系广西铁投自有矿产开采量增加所致，但销售价格有所下降；锰矿石（外采）销量受锰矿行情影响有所下降，但销售均价有所增长。未来广西铁投该业务收入可能随着锰行情的波动存在一定的不确定性。

销售情况方面，2016年1月，大锰业与上海群贤国际贸易有限公司成立合资公司大锰矿产资源（上海）有限公司，负责锰矿石销售工作。下游客户主要采用预付款或货到付款的结算方式，对部分客户也有一定账期。2018年，大锰业前五大客户销售额合计25.78亿元，占销售总额的64.52%，前五大客户集中度仍较高，其中对上海群贤国际贸易有限公司销售额占比为58.82%，广西铁投对其依赖程度较高，需关注其履约能力及广西铁投下游客户拓展情况。

总体看，2018年，广西铁投该业务收入随着锰行情的波动有所下降，未来该板块业绩存在一定的不确定性；广西铁投主要客户为关联方上海群贤国际贸易有限公司，对其依赖程度较高，仍需关注其履约能力及广西铁投下游客户拓展情况。

（4）大宗贸易业务

广西铁投大宗贸易业务主体仍主要为全资子公司广西铁投冠信贸易有限公司（2018年更名为广西铁投商贸集团有限公司，以下简称“商贸集团”）。产品结构方面，2018年，商贸集团产品结构未发生变化，主要贸易品为石化产品、白糖及煤炭，具体收入及毛利率情况如下表所示：

表7 2017~2018年商贸集团大宗贸易产品明细（单位：亿元、%）

产品	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石化产品	37.76	42.78	0.65	42.09	51.92	1.05
煤炭	29.89	33.86	2.84	22.04	27.19	2.34

白糖	16.59	18.80	0.50	9.52	11.74	-4.68
矿产品	3.88	4.39	2.35	4.54	5.59	2.05
钢材	0.05	0.06	4.03	0.20	0.25	4.04
锌精矿	0.09	0.10	-2.39	--	--	--
稻谷	0.01	0.01	17.48	0.04	0.04	20.89
其他	--	--	--	3.12	3.26	-0.05
合计	88.27	100.00	1.44	81.55	100.00	0.79

资料来源：广西铁投提供

2018年，由于下游客户违约，广西铁投亏本处理了白糖业务部分产品，导致白糖业务收入及毛利率出现下滑，广西铁投没收了违约方保证金，该部分体现在营业外收入；广西铁投石化产品及煤炭业务贸易量随市场行情而变化。

采购方面，广西铁投贸易业务仍以国内采购为主，广西铁投采购包括货到付款和预付款两种模式，实际业务中，以预付款为主，对广西铁投资金形成较大占用。截至2018年末，商贸集团商品购销业务形成的账龄超过一年的预付账款3.71亿元，该部分款项由于上游供应商违约已无法收回，广西铁投预付款项存在一定的回收风险。

销售方面，广西铁投销售仍以国内销售为主，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，以现款结算为主，其他融资工具（信用证、承兑汇票）结算为辅。截至2018年末，商贸集团商品购销业务形成了8.31亿元应收账款，部分款项已逾期，下游客户履约能力有待持续关注。

2018年，商贸集团前五大客户较为稳定，合计销售额44.57亿元，占比为54.97%，集中度变化不大。2017~2018年，广西铁投销售额较高的客户广东华峰能源集团有限公司为中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“华阳经贸”）合并范围内的成员企业，华阳经贸自2018年9月起由于资金紧张，多只债券出现违约，存在很大履约风险。

总体看，跟踪期内，由于白糖贸易下游客户违约，广西铁投白糖产品亏本销售（没收的违约方保证金体现在营业外收入），商品购销业务收入及毛利率均有所下滑。由于广西铁投采购以预付款模式为主，资金占用明显，部分款项由于供应商违约存在一定回收风险，销售方面形成较大规模的应收账款，部分客户已出现信用风险事件，下游客户的履约能力有待持续关注。

（5）房地产开发业务

2018年以来，广西铁投对房地产业务板块进行整合，所有从事房地产业务的各级次子公司均整合成为广西地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）的子公司，未来房地产业务通过地产集团及其子公司开展。

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资的25%（不含土地价款）后按照国资监管规定进行挂牌转让，转让方为地产集团，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（广西铁投对其持股比例为40%，是联营企业）。截至2019年3月末，广西铁投已实现A、B、C、D、E地块的转让，累计实现收入38.56亿元。其中，2017年转让B、E地块确认收入13.20亿元；2018年转让C、D地块确认收入10.32亿元。截至2019年3月末，该项目账面价值4.58亿元，计入存货。

截至2019年3月末，广西铁投房地产板块主要在售项目（未统计绿地中央广场项目），项目总

投资额 31.82 亿元，尚需投资 11.47 亿元；总可售面积 64.50 万平方米，已售面积 25.08 万平方米，整体去化速度偏慢；累计已回款 15.81 亿元，回款率尚可。

除上述项目外，广西铁投在建房地产项目为柳源居项目，项目位于柳州市柳江区拉堡镇，建筑面积 3.58 万平方米，总投资额 1.68 亿元，尚需投资 10.04 亿元。

总体看，2018 年，广西铁投房地产项目陆续实现结转或转让，收入较上年大幅增长，但房地产在建项目仍较少，未来收入规模存在不确定性。

3. 财务分析

(1) 财务概况

广西铁投提供的 2018 年财务报表经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论，广西铁投提供的 2019 年一季度报表未经审计。广西铁投提供的合并报表按照财政部发布的《企业会计准则-基本准则》、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定进行编制。

会计政策变更方面，2018 年根据财政部《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），广西铁投对财务报表格式进行了修订，本次修订对广西铁投的资产总额、负债总额、净利润、其他综合收益等无影响。

前期重大差错更正方面，2018 年，广西铁投对前期重大差错进行了追溯调整，调增期初未分配利润 0.32 亿元，调减期初应交税费 0.32 亿元，调增期初其他应收款 35.85 万元，对广西铁投期初数据影响不大。2017 年相关财务数据采用广西铁投 2018 年度财务报表期初余额。

合并范围方面，2018 年广西铁投合并范围内新增 3 家子公司，处置了 16 家子公司，广西铁投合并范围子公司数量和整体规模变化不大，财务数据可比性较强。

(2) 资产质量

截至 2018 年末，广西铁投合并资产总额 1,022.56 亿元，较年初下降 3.94%，主要系流动资产下降所致。广西铁投资产结构仍以非流动资产（占 68.37%）为主，占比较年初上升 10.38 个百分点。

截至 2018 年末，广西铁投流动资产 323.47 亿元，较年初下降 27.66%，主要系其他应收款和存货减少所致；广西铁投流动资产主要由货币资金（占 38.65%）、应收票据及应收账款（占 5.47%）、预付款项（占 11.56%）、其他应收款（占 19.36%）和存货（占 20.77%）构成。

截至 2018 年末，广西铁投货币资金 125.01 亿元，较年初下降 6.67%，主要系偿还债务规模扩大所致；货币资金以银行存款（占 99.19%）为主，其中受限资金 1.41 亿元，主要为银行承兑汇票保证金，受限货币资金规模较小。广西铁投应收票据及应收账款 17.70 亿元（应收票据 0.45 亿元，应收账款 17.25 亿元），较年初下降 27.62%；应收账款余额中账龄组合 14.68 亿元（占 79.85%），其中非逾期账龄组合 13.46 亿元，账龄以 1 年以内（占 96.72%）为主，逾期账龄组合 1.21 亿元，逾期不超过 1 年的占 81.80%，应收账款共计提坏账准备 1.13 亿元，计提比例为 6.17%；应收账款账面余额中，来自前五名单位的占 54.74%，主要为贸易业务产生，集中度较高；整体看，广西铁投应收账款存在一定的回收风险。广西铁投预付款项 37.41 亿元，较年初变化不大，主要为征地拆迁款、工程款及商品购销所产生的预付货款；广西铁投 2 年以上的预付款项占比较高，对资金形成较大占用；广西铁投预付款项共计提坏账准备 1.37 亿元。广西铁投其他应收款 62.63 亿元，较年初下降 48.60%，主要系无偿划转广西铁控所致；其他应收款余额中单项金额重大并单项计提坏账准备的 35.96 亿元（占 54.34%），账龄较高；按组合计提坏账准备的其他应收款 30.19 亿元，其中非逾期账龄组合 12.19

亿元，账龄以 1 年以内（占 51.43%）和 1~2 年（占 31.76%）为主，逾期账龄组合 2.43 亿元，账龄以逾期 1 年以内（占 31.60%）和逾期 1~2 年（占 65.36%）为主，关联方及财政类组合 15.58 亿元；其他应收款共计提坏账准备 4.38 亿元，计提比例为 6.63%；其他应收款余额中来自前五名单位的占 42.95%，集中度较高，整体看，广西铁投其他应收款仍存在一定的回款风险。广西铁投存货 67.18 亿元，较年初下降 32.10%，主要系结转房地产开发成本及处置铁保公司和融水县源和房地产开发有限公司所致；存货主要由房地产开发成本（占 76.29%）和库存商品（占 17.32%）构成，存货共计提 1.78 亿元跌价准备，主要为对广西铁投库存商品计提的跌价准备。

截至 2018 年末，广西铁投非流动资产 699.09 亿元，较年初增长 13.25%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致；广西铁投非流动资产主要由可供出售金融资产（占 63.29%）和在建工程（占 22.43%）构成。

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 442.45 亿元，较年初增长 9.58%，主要系沿海铁路和新云桂铁路评估增值所致；广西铁投可供出售金融资产主要采用成本法计量，尚未计提减值准备，考虑到广西铁投可供出售金融资产以铁路项目公司的股权为主，减值风险不大。广西铁投在建工程 156.82 亿元，较年初增长 41.38%，主要系铁路项目持续投入所致，广西铁投在建工程未计提减值准备。

截至 2018 年末，广西铁投受限资产 1.92 亿元，分别为受限货币资金 1.41 亿元和用于抵押贷款的土地使用权 0.51 亿元，受限资产规模较小。

截至 2019 年 3 月末，广西铁投资产合计 1,014.24 亿元，资产规模及构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，由于剥离资产及房地产项目结转，广西铁投资产规模有所下降，但剥离部分资产事项有利于改善广西铁投资产质量。广西铁投贸易业务及委托贷款业务形成的预付款项和应收类款项账龄较长，且存在部分逾期现象，未来将存在一定的回收风险，整体看，广西铁投整体资产质量仍一般。

（3）负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，广西铁投负债合计 617.88 亿元，较年初减少 3.17%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 34.07%和 65.93%。

截至 2018 年末，广西铁投流动负债 210.51 亿元，较年初增长 19.19%，主要系其他流动负债和一年内到期的非流动负债增长所致。广西铁投流动负债主要由短期借款（占 13.36%）、应付票据及应付账款（占 11.75%）、其他应付款（占 18.19%）、一年内到期的非流动负债（占 37.99%）和其他流动负债（占 11.97%）构成。截至 2018 年末，广西铁投短期借款 28.13 亿元，较年初下降 22.86%，主要系广西铁投偿还部分借款所致。广西铁投应付票据及应付账款 24.74 亿元（应付票据 3.99 亿元，应付账款 20.75 亿元），较年初增长 18.65%，主要系应付货款及应付工程款增长所致。预收款项 8.55 亿元，较年初下降 52.29%，主要系锰矿业务销售规模下降，预收款项相应减少所致。广西铁投其他应付款 38.29 亿元，较年初增长 15.52%，主要系与关联单位往来款增加所致。广西铁投一年内到期的非流动负债 79.96 亿元，较年初增长 49.85%，主要系一年内到期的应付债券 49.92 亿元重分类所致。其他流动负债 25.21 亿元，较年初大幅增长 143.74%，主要系新发行 3 期短期应付债券所致。

截至 2018 年末，广西铁投非流动负债 407.37 亿元，较年初下降 11.73%，主要系应付债券重分类至流动负债所致。广西铁投非流动负债主要由长期借款（占 35.56%）、应付债券（占 26.65%）和长期应付款（占 28.56%）构成。

截至 2018 年末，广西铁投长期借款 144.85 亿元，较年初下降 15.76%，主要系广西铁投偿还部分借款及一年内到期的长期借款重分类所致；广西铁投应付债券 108.57 亿元，较年初下降 36.30%，主要系偿还到期债券及将一年内到期的应付债券重分类所致；广西铁投长期应付款 116.33 亿元，较年初增长 19.59%，主要系应付政府置换债务规模增长所致，其中应付政府置换债 93.20 亿元。

截至 2018 年末，广西铁投全部债务 512.23 亿元，较年初下降 5.77%，主要系长期债务下降所致。广西铁投债务结构仍以长期债务为主，但长期债务占比较年初下降 8.76 个百分点至 71.99%。从债务指标看，截至 2018 年末，广西铁投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化分别为 60.43%、55.87% 和 47.68%，分别较年初上升 0.48 个百分点、下降 0.18 个百分点和下降 3.05 个百分点，广西铁投债务负担适中，但从广西铁投债务到期时间看，广西铁投在 2020—2022 年每年偿还规模均超过 60.00 亿元，存在一定的集中偿付压力。

截至 2019 年 3 月末，广西铁投负债合计 611.79 亿元，较年初变化不大。广西铁投流动负债 181.97 亿元，较年初下降 13.55%，主要系偿还了将于一年内到期的非流动负债所致；非流动负债 429.82 亿元，较年初增长 5.51%，主要系新发行企业债券所致。广西铁投全部债务 505.14 亿元，较年初下降 1.38%，主要系短期债务下降所致，广西铁投债务结构仍以长期债务（占 77.09%）为主。从债务指标看，截至 2019 年 3 月末，广西铁投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化分别为 60.32%、55.66% 和 49.18%，分别较年初下降 0.10 个百分点、下降 0.21 个百分点和上升 1.50 个百分点。

总体看，跟踪期内，广西铁投负债规模有所下降，债务负担略有减轻，但广西铁投存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年末，广西铁投所有者权益 404.68 亿元，较年初下降 5.08%，主要系资本公积减少所致。归属于母公司所有者权益为 344.53 亿元（占 85.14%），其中实收资本占 50.56%、资本公积占 52.47%。

截至 2018 年末，广西铁投实收资本 174.21 亿元，较年初增长 22.62%，主要系广西铁投以 32.13 亿元资本公积转增股本所致；资本公积 180.78 亿元，较年初下降 19.86%，主要系广西铁投无偿划出广西铁控、资本公积转增实收资本减少 32.13 亿元及收到各地市拨付的铁路建设地方配套资金增加资本公积 19.06 亿元综合影响所致；未分配利润-1.44 亿元，较年初大幅减少 8.66 亿元，主要原因为广西地产（集团）有限公司收购少数股东股权，收购溢价摊销减少未分配利润 4.52 亿元、归属于母公司净利润亏损、提取盈余公积 0.65 亿元及剥离资产减少未分配利润。

截至 2019 年 3 月末，广西铁投所有者权益合计 402.45 亿元，所有者权益规模及构成较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，由于广西铁投无偿划转广西铁控使得资本公积下降，叠加未分配利润减少，广西铁投所有者权益规模有所下降，广西铁投权益以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

（4）盈利能力

2018 年，广西铁投实现营业收入 148.81 亿元，较上年下降 3.52%，主要系商品购销收入下降所致；营业成本 129.89 亿元，较上年下降 1.51%，2018 年广西铁投营业利润率为 12.03%，较上年下降 1.74 个百分点。2018 年，广西铁投实现净利润 1.33 亿元，较上年下降 73.28%，主要系投资收益较上年减少所致。

从期间费用看，2018年，广西铁投期间费用合计29.89亿元，较上年增长9.36%，主要系销售费用增长所致；广西铁投财务费用19.91亿元，较上年增长3.15%，主要系手续费增加所致；管理费用4.21亿元，较上年增长7.16%，主要系职工薪酬增长所致；销售费用5.67亿元，较上年增长38.03%，主要系锰矿石销售产生的港口费增长所致。2018年广西铁投费用收入比20.09%，较上年增长2.37个百分点，广西铁投费用控制能力较弱。

2018年，广西铁投资产减值损失1.08亿元，较上年大幅下降76.83%，主要系坏账损失、固定资产减值损失减少所致，2018年资产减值损失占营业利润的比重为62.79%，对营业利润仍形成较大侵蚀；实现投资收益6.50亿元，较上年下降36.02%，上年规模较大主要原因为处置长期股权投资（房地产项目公司股权）产生的投资收益较高；实现其他收益8.06亿元，主要为铁路建设项目所获得的政府补助及铁路项目贴息。2018年广西铁投利润总额2.21亿元，投资收益和政府补助对利润总额的贡献程度很高。

从盈利指标能力看，2018年广西铁投总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.33%、2.19%和0.32%，分别较上年下降0.47个百分点、0.37个百分点和0.88个百分点，盈利能力仍处于较弱水平。

2019年1~3月，广西铁投实现营业收入27.08亿元，较上年同期下降27.76%；净利润-2.32亿元，其中归属于母公司所有者净利润-2.65亿元，亏损主要系政府补贴尚未到位。

总体看，2018年广西铁投营业收入略有下降，期间费用、资产减值损失对广西铁投利润侵蚀严重，广西铁投主营业务盈利能力较弱，投资收益和政府补助对利润的贡献程度很高。

（5）现金流

从经营活动情况看，2018年广西铁投经营活动现金流入189.69亿元，较上年下降19.51%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为152.99亿元，较上年变化不大；收到其他与经营活动有关的现金35.93亿元，较上年下降55.16%，主要系往来款规模下降所致。经营活动现金流出149.39亿元，较上年下降22.92%，主要系往来款规模下降所致。广西铁投实现经营活动净流入40.34亿元，净流入规模较上年下降3.75%，2018年广西铁投现金收入比102.81%，较上年上升2.38个百分点，仍处于较好水平。

从投资活动情况看，2018年广西铁投实现投资活动现金流入57.07亿元，较上年增长19.02%，其中收回投资收到的现金34.18亿元，较上年增长14.28倍，主要是收回产业投资基金和信托投资收到的现金；收到其他与投资活动有关的现金17.65亿元，较上年下降45.71%，主要为收回前期发放的委托贷款。投资活动现金流出66.98亿元，较上年增长14.04%，主要系铁路项目投入及购买理财产品、股权投资、债权投资规模扩大所致；2018年广西铁投投资活动现金净流出9.92亿元，较上年净流出规模大幅缩小。

从筹资活动情况看，2018年广西铁投实现筹资活动现金流入139.98亿元，较上年下降14.47%，仍主要为取得借款所收到的现金；筹资活动现金流出180.03亿元，较上年增长7.25%，主要系广西铁投偿还债务规模增长所致。综上，2018年广西铁投筹资活动现金净流出40.05亿元，净流出规模较上年明显扩大。

2019年1~3月，广西铁投经营活动现金净流出8.82亿元，投资活动现金净流出8.58亿元，筹资活动现金净流出2.49亿元。

总体看，跟踪期内，广西铁投往来款规模使得经营活动现金流规模有所下降，收入实现质量较好，经营活动现金流仍表现为净流入，在一定程度上缓解了融资压力，广西铁投筹资活动力度有所减弱；但广西铁投铁路建设资金需求大，未来仍存在较大的融资需求。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018年广西铁投流动比率和速动比率分别由上年的2.53倍和1.97倍下降为1.54倍和1.22倍，由于广西铁投铁路建设筹融资以长期为主，短期债务较少，广西铁投流动性继续保持了较高水平；广西铁投现金短期债务比由上年的1.29倍下降至0.87倍，现金类资产对短期债务的覆盖水平尚可。截至2019年3月末，广西铁投流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.69倍、1.31倍和0.91倍。整体看，广西铁投短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年广西铁投EBITDA为25.16亿元，较上年下降11.61%，主要系利润总额下降所致。由于广西铁投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，因此广西铁投EBITDA构成以计入财务费用的利息支出为主，2018年该项占82.16%。2018年，广西铁投EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比分别为1.07倍和0.05倍，EBITDA对利息覆盖程度一般，对全部债务的覆盖程度仍偏低。

（7）差额支付能力分析

2018年，广西铁投实现营业收入148.81亿元，对优先级证券未偿本金的覆盖倍数为30.21倍；净利润1.33亿元，对优先级证券未偿本金的覆盖倍数为0.27倍；经营现金活动净流入为40.34亿元，对优先级证券未偿本金的覆盖倍数为8.19倍。总体看，广西铁投对优先级证券本金偿付的差额支付履约能力极强，由其提供的差额支付承诺对于优先级证券的正常兑付具有积极意义。

截至2019年3月末，广西铁投无对外担保。

根据公司2018年审计报告，截至2018年末，公司未决诉讼及重大诉讼案件共14起，大多与贸易和委托贷款业务相关，多为公司主动诉讼，相关资产面临一定回收风险。

截至2019年3月末，广西铁投银行授信总额911.68亿元，未使用额度679.21亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1045010300717130W），截至2019年6月10日，广西铁投本部无未结清及已结清关注及不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，广西铁投短期偿债能力较强；存在一定的长期偿债压力，但考虑到广西铁投作为广西国资委下属国有独资广西铁投，在政府区市共担政策的支持下，综合偿债能力仍极强。因此联合评级评定铁投主体长期信用等级为AAA。

五、基础资产表现

1. 基础资产概况

本专项计划基础资产系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人依据租赁合同对承租人享有的融资租赁债权和其他权利及其附属担保权益。截至资产池跟踪基准日（2019年2月1日），资产池未偿本金余额53,099.00万元。相比于初始基准日（2018年2月1日），单笔合同最大金额下降至7,104.00万元，资产池加权平均租赁合同剩余期限

缩短至 32.89 个月，加权平均现行利率小幅降至 6.54%；资产池加权平均影子评级维持 A/A-，资产池对比情况见下表。根据资产服务机构报告提供的相关信息，跟踪期内，资产未出现拖欠、违约及损失情况。

表 8 基础资产池概况

项目	跟踪基准日	初始基准日
资产池合同未偿本金余额（万元）	53,099.00	72,192.31
资产池保证金余额（万元）	5,834.60	5,834.60
承租人户数（户）	12	12
合同笔数（笔）	21	21
单笔合同最大未偿本金余额（万元）	7,104.00	9,373.18
单户承租人最大未偿本金余额（万元）	7,104.00	9,373.18
加权平均租息率（%）	6.54	6.55
加权平均合同期限（月） ²	58.23	57.48
加权平均租赁账龄（月）	25.34	13.14
加权平均租赁合同剩余期限（月）	32.89	44.34
单笔租赁合同最长剩余期限（月）	38	50
单笔租赁合同最短剩余期限（月）	10	22
平均未偿本金余额（万元）	2,528.52	3,437.73
资产池加权影子评级 ³	A/A-	A/A-

资料来源：桂金租赁提供，联合评级整理。

2. 保证金情况

保证金可用于冲抵租赁合同项下的应付租赁款。截至资产池跟踪基准日，本期入池资产共涉及 21 笔合同，全部设有保证金，保证金金额合计 5,834.60 万元，较初始基准日未发生变化；保证金金额占资产池未偿本金的 10.99%，较初始基准日提升 2.91 个百分点；入池资产加权平均保证金比率⁴为 6.63%，较初始基准日提升 0.13 个百分点。入池资产保证金比率的分布情况如下表所示：

表 9 基础资产担保分布情况（单位：笔、万元、%）

保证金比率	跟踪基准日			初始基准日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
[0,5]	11	33,436.00	62.97	11	46,697.17	64.68
(5,10]	3	5,091.00	9.59	3	6,590.59	9.13
(10,11.80]	7	14,572.00	27.44	7	18,904.54	26.19
合计	21	53,099.00	100.00	21	72,192.31	100.00

资料来源：桂金租赁提供，联合评级整理。

3. 承租人地区分布

从地区分布来看，截至资产池跟踪基准日，本期入池资产涉及承租人全部分布在广西壮族自治区境内，集中度极高，广西壮族自治区的经济发展水平直接影响基础资产所涉及承租人的信用水平情况。

2018 年，广西壮族自治区经济稳定增长，全年全区生产总值为 20,352.51 亿元，比上年增长 6.8%；

² 加权平均合同期限、加权平均租赁账龄和加权平均租赁合同剩余期限，使用剩余未偿本金作为权重。

³ 资产加权平均信用级别为考虑担保后的影子级别，如无特殊说明，涉及资产池中资产信用级别均指考虑担保后的影子评级。

⁴ 保证金比率=保证金 / 租赁合同本金金额。

全年居民消费价格比上年上涨 2.3%，实现社会消费品零售总额 8,291.59 亿元，比上年增长 9.3%；全年固定资产投资比上年增长 10.8%，基础设施投资增长 9.8%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 26.5%。民间固定资产投资增长 12.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 49.0%。全年全部工业增加值比上年增长 4.7%，其中规模以上工业增加值增长 4.7%。总体来看，广西壮族自治区经济实力不断提升，有利于地方企业健康持续发展。

总体看，截至资产池跟踪基准日，本期入池资产涉及承租人的地区集中度极高，资产池信用表现受单个区域经济发展影响很大，虽然广西壮族自治区经济实力不断提升，近年来区域经济发展态势良好，但由于资产池存在地区集中度极高的情况，易于受到区域经济环境恶化所带来的不利影响，需要持续关注。

4. 承租人行业分布

从承租人的行业分布来看，截至资产池跟踪基准日，入池资产行业集中度较初始基准日未发生变化，全部集中在医疗行业，行业集中度极高。本期入池资产中，医疗行业未偿本金余额为 53,099.00 万元，占比 100.00%，涉及合同 21 笔，承租人 12 家。

我国医疗业近年来稳步增长，截至 2018 年底，全国共有医疗卫生机构 100.40 万个，其中医院 3.2 万个，乡镇卫生院数量 3.5 万个，我国初步建立了由医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构组成的覆盖城乡的二元三级医疗卫生服务体系；我国城镇基本医疗参保人数逐年大幅增加，加快推进医疗保险全覆盖。总体看，医疗行业稳步增长，发展较为平稳。

总体来看，截至资产池跟踪基准日，基础资产行业全部集中在医疗业，医疗业发展较为平稳，对本专项计划的现金流的稳定性具有正面影响。联合评级在对相关行业承租人进行影子评级、信用风险建模分析以及现金流压力测试的过程中已考虑了相关风险。

5. 基础资产剩余期限分布

截至资产池跟踪基准日，加权平均剩余期限为 32.89 个月。从未偿本金余额来看，剩余期限主要集中在 24~36 个月（含），未偿本金余额 42,350.00 万元，占比 79.76%。整体看，资产池加权平均剩余期限有所缩短，但剩余期限仍旧较长，资产风险暴露时间也较长。

表 10 资产池剩余期限分布（单位：年、笔、万元、%）

剩余期限	跟踪基准日			剩余期限	初始基准日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比		笔数	未偿本金	未偿本金占比
[0,12]	2	3,909.00	7.36	[22,24]	2	7,570.57	10.49
(24,36]	16	42,350.00	79.76	(36,48]	16	55,909.75	77.45
(36,48]	3	6,840.00	12.88	(48,50]	3	8,711.98	12.07
合计	21	53,099.00	100.00	合计	21	72,192.31	100.00

资料来源：桂金租赁提供，联合评级整理。

6. 基础资产债项信用等级分布

截至资产池跟踪基准日，资产池的加权平均信用等级为 A/A-，与初始基准日一致。

表 11 基础资产债项信用等级分布 (单位: 笔、万元、%)

影子评级	跟踪基准日			初始基准日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
A	7	19,701.00	37.10	7	28,963.69	40.12
A-	14	33,398.00	62.90	14	43,228.61	59.88
合计	21	53,099.00	100.00	21	72,192.31	100.00

资料来源: 桂金租赁提供, 联合评级整理。

7. 承租人集中度

截至资产池跟踪基准日, 承租人集中度较初始基准日相比变化不大, 单个承租人未偿本金占比超过 10.00% 的共四户, 分别为田东县人民医院、兴业县人民医院、灵山县中医医院和龙州县人民医院。前五大承租人合计未偿本金为 30,783.00 万元, 占比 57.97%, 较初始基准日上升 1.32 个百分点。

表 12 未偿本金余额前十大承租人特征分布情况 (单位: 万元、%)

编号	名称	跟踪基准日			名称	初始基准日		
		笔数	未偿本金	未偿本金占比		笔数	未偿本金	未偿本金占比
1	田东县人民医院	1	7,104.00	13.38	田东县人民医院	1	9,373.18	12.98
2	兴业县人民医院	3	6,840.00	12.88	兴业县人民医院	3	8,711.98	12.07
3	灵山县中医医院	3	6,336.00	11.93	灵山县中医医院	3	8,219.37	11.39
4	龙州县人民医院	1	5,435.00	10.24	田阳县人民医院	2	7,570.57	10.49
5	灵山县妇幼保健院	2	5,068.00	9.54	龙州县人民医院	1	7,018.58	9.72
6	柳城县人民医院	2	4,960.00	9.34	灵山县妇幼保健院	2	6,575.49	9.11
7	田阳县人民医院	2	3,909.00	7.36	柳城县人民医院	2	6,533.95	9.05
8	钦北区人民医院	2	3,500.00	6.59	德保县人民医院	1	4,629.47	6.41
9	德保县人民医院	1	3,264.00	6.15	钦北区人民医院	2	4,531.03	6.28
10	灵山县第二人民医院	2	3,168.00	5.97	灵山县第二人民医院	2	4,109.68	5.69
11	平果县人民医院	1	1,924.00	3.62	平果县人民医院	1	2,859.44	3.96
12	钦北区妇幼保健院	1	1,591.00	3.00	钦北区妇幼保健院	1	2,059.56	2.85
合计	--	21	53,099.00	100.00	--	21	72,192.31	100.00

资料来源: 桂金租赁提供, 联合评级整理。

8. 资产池租息率水平

本期入池资产池中全部租赁合同均为固定利率, 截至资产池跟踪基准日, 租赁资产的现行加权平均年租息率为 6.54%, 较初始基准日下降 0.01 个百分点。其中, 租息率低于 (含) 7% 的合同未偿本金占比达 87.04%, 较初始基准日上涨 0.05 个百分点。

表 13 入池资产租息率分布 (单位: 笔、万元、%)

租息率	跟踪基准日			初始基准日		
	笔数	未偿本金	未偿本金占比	笔数	未偿本金	未偿本金占比
(5.50,6.00]	8	17,836.00	33.59	8	23,534.01	32.60
(6.00,6.50]	3	5,091.00	9.59	3	6,590.59	9.13
(6.50,7.00]	7	23,288.00	43.86	7	32,674.31	45.26
(7.00,7.50]	2	4,960.00	9.34	2	6,533.95	9.05
(7.50,8.97]	1	1,924.00	3.62	1	2,859.44	3.96
合计	21	53,099.00	100.00	21	72,192.31	100.00

资料来源: 联合评级整理

总体看, 截至资产池跟踪基准日, 除未偿本金和剩余期限有所减少, 资产池整体信用水平、承租人集中度、承租人行业和地区集中度较初始基准日变化不大。

六、量化分析

1. 组合资产信用风险分析

联合评级采用蒙特卡洛模拟方法对剩余资产池组合的信用风险建模, 以确定优先级证券达到预设评级目标所需要的目标级别违约比率或目标级别损失比率 (即必要的信用提升水平)。该方法以信用级别与违约率的对应关系为基础, 充分考虑资产组合加权平均剩余期限、承租人集中度、承租人影子级别、承租人所处行业和地区等相关性因素对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响, 同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。

根据违约概率假设、回收率假设和资产相关性等假设, 联合评级使用蒙特卡洛方法模拟资产池在存续期内的违约及损失表现。通过 100 万次的模拟, 联合评级计算出不同信用等级水平下资产支持证券最少需要承受的资产池目标级别违约比率和目标级别损失比率。截至资产池跟踪基准日, 剩余资产的加权平均回收率为 59.79%。组合模型输出的不同信用等级水平下目标级别违约比率和目标级别损失比率详见下表:

表 14 目标级别违约比率和目标级别损失比率

信用等级	目标级别违约概率 (TRDP)	目标级别违约比率 (TRDR)	目标级别损失比率 (TRLR)
AAA _{sf}	0.049%	29.94%	12.82%
AA ₊ _{sf}	0.188%	22.62%	9.72%
AA _{sf}	0.231%	21.65%	9.31%
AA _{-sf}	0.309%	20.24%	8.71%
A ₊ _{sf}	0.862%	15.14%	6.51%
A _{sf}	1.012%	14.39%	6.21%
A _{-sf}	1.616%	12.57%	5.49%
BBB ₊ _{sf}	2.080%	11.81%	4.97%
BBB _{sf}	4.036%	8.83%	3.79%
BBB _{-sf}	4.739%	8.17%	3.53%
BB ₊ _{sf}	6.899%	6.65%	2.86%
BB _{sf}	10.348%	4.77%	2.08%

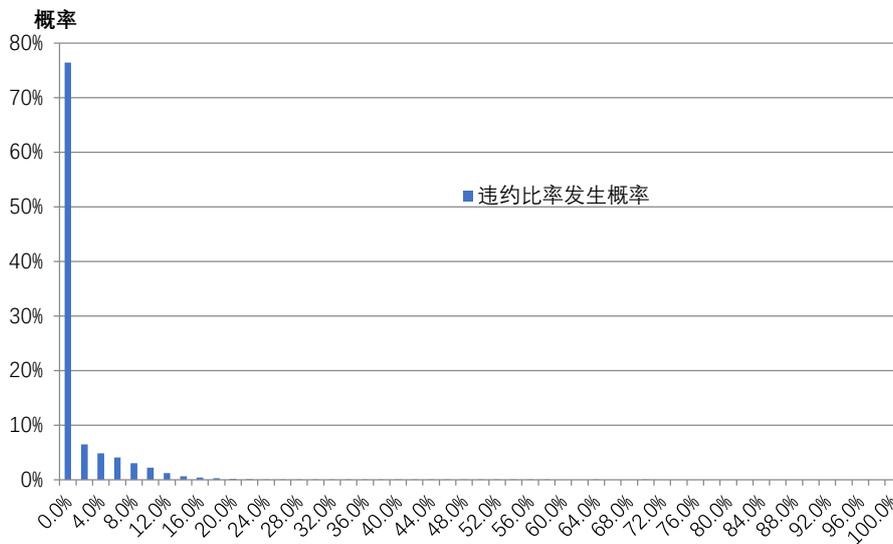
模型输出的模拟结果显示基础资产违约主要发生在前3年。

表15 基础资产违约时间分布 (%)

时间	违约比例
第1年	34.25
第2年	47.34
第3年	18.40
第4年	0.00

基础资产违约比率发生概率分布情况如下图所示：

图1 基础资产违约比率发生概率分布



根据组合资产信用风险分析结果，并结合分层方案，18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 证券可获得信用支持均为 7.29%，大于 A₊sf 级目标信用等级的最低分层支持要求（6.51%）。因此，由组合资产信用风险分析模型决定的 18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 的最高级别上限为 A₊sf。

2. 关键债务人违约压力测试

虽然联合评级在组合资产信用风险分析模型中已经考虑了剩余基础资产的集中度对资产池整体表现的影响（即根据承租人集中度、行业集中度、地区集中度放大承租人违约率），但联合评级同时认为，如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。因此，联合评级通过关键债务人违约压力测试模型对剩余基础资产进行了压力测试，结果如下表所示：

表16 关键债务人违约压力测试结果 (单位: %)

目标级别	最低分层支持要求
AAA _{sf}	20.10%
AA ₊ sf/AA _s f/AA ₋ sf	14.51%
A ₊ sf	7.31%
A _{sf}	7.20%

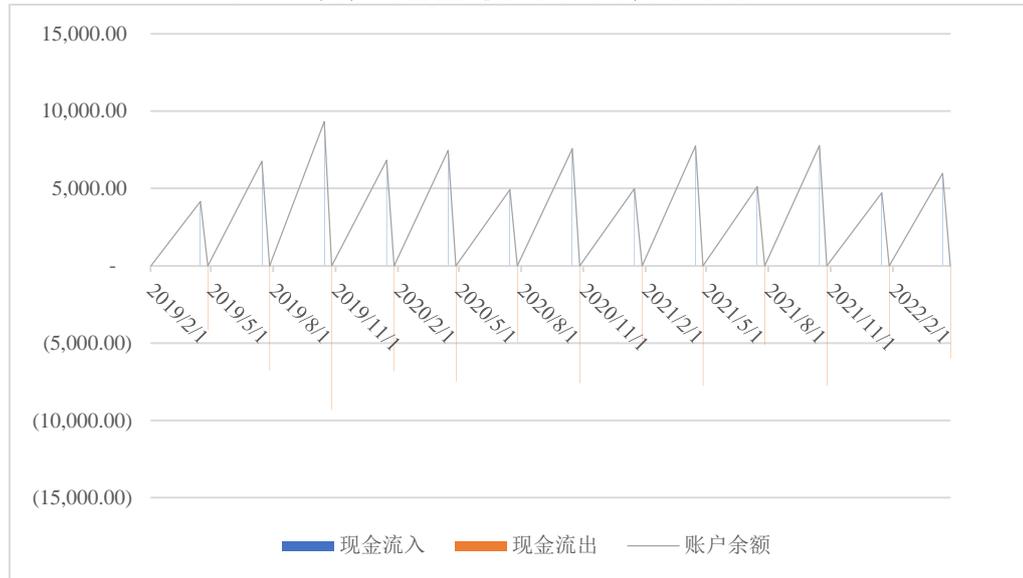
A _{sf}	0.00
BBB _{+sf} /BBB _{sf} /BBB _{-sf}	0.00

根据关键债务人违约压力测试结果，并结合分层方案，18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 证券可获得信用支持均为 7.29%，大于 A_{sf} 级目标信用等级的最低分层支持要求（7.20%）。因此，由关键债务人违约压力测试决定的 18 桂金 A1、18 桂金 A2 和 18 桂金 A3 的最高级别上限为 A_{sf}。

3. 现金流压力测试

根据剩余资产池的本息支付等现金流入特征以及优先级证券的本息、税费支付等现金流出特征，联合评级构建了特定的现金流分析模型。模型中，现金流入来源包括本金回收款和利息回收款，现金流出主要包括税费、各参与机构服务费用、优先级证券利息、优先级证券本金、次级证券的收益和本金等。该分析模型不仅考虑了本息支付金额的大小及其时点变化，还严格按本次交易的安排设定了相应的现金流支付顺序，以充分反应现金流变化对优先级证券本息偿付所带来的影响。

图 2 正常情况下现金流模拟结果图（单位：万元）



联合评级将上述通过蒙特卡洛模拟测算出的违约率、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，在此基础上，设置了如下主要压力条件：违约贷款回收率下降、提前还款率提升、违约分布前置等。

表 17 压力测试的基准条件

压力条件	基准条件
回收率	59.79%
回收周期	6 个月
违约时间分布	第 1 年 34.25% 第 2 年 47.34% 第 3 年 18.40% 第 4 年 0.00%
提前还款率	4.00%/年
利率	18 桂金 A1: 4.95% 18 桂金 A2: 5.40%

	18 桂金 A3: 6.01%
税率	3.36%
综合费率 ⁵	0.00%/年

联合评级通过现金流分析及压力测试模型，测试了不同压力情境下优先级证券的临界违约率。临界违约率表示的是在目标信用水平的压力情景下，优先级证券能承受的最高违约比率，临界违约率越高，表示在保证优先级证券可兑付的情况下基础资产可承受损失的范围越大。临界违约率与目标信用水平下所需承受的违约比率（TRDR）之间的差额为保护距离，反映了基础资产抵抗超过预期可承受违约风险的能力。

表18 18桂金A1压力测试结果

主要压力条件	18 桂金 A1 临界违约率	AAA _{sf} 级信用水平下 TRDR	18 桂金 A1 保护距离
基准条件	64.15%	29.94%	34.22%
回收率为 27.85% ⁶ ，其他为基准条件	64.15%	29.94%	34.22%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	64.15%	29.94%	34.22%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	64.15%	29.94%	34.22%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	60.50%	29.94%	30.56%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	56.72%	29.94%	26.78%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	62.03%	29.94%	32.10%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	56.21%	29.94%	26.28%
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	58.32%	29.94%	28.38%
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	53.61%	29.94%	23.67%

由 18 桂金 A1 压力测试结果可以看出，当目标信用等级为 AAA_{sf} 级时，在最大的压力情景下，18 桂金 A1 仍能获得一定的保护距离（23.67%）。因此，由现金流压力测试决定的 18 桂金 A1 的信用等级上限为 AAA_{sf}。

表19 18桂金A2压力测试结果

主要压力条件	18 桂金 A2 临界违约率	AAA _{sf} 级信用水平下 TRDR	18 桂金 A2 保护距离
基准条件	59.49%	29.94%	29.56%
回收率为 27.85%，其他为基准条件	42.23%	29.94%	12.29%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	55.03%	29.94%	25.09%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	51.32%	29.94%	21.39%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	55.81%	29.94%	25.88%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	52.60%	29.94%	22.66%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	59.37%	29.94%	29.43%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	59.31%	29.94%	29.37%
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	51.47%	29.94%	21.53%
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	44.82%	29.94%	14.88%

由 18 桂金 A2 压力测试结果可以看出，当目标信用等级为 AAA_{sf} 级时，在最大的压力情景下，18 桂金 A2 仍能获得一定的保护距离（12.29%）。因此，由现金流压力测试决定的 18 桂金 A2 的信

⁵ 本专项计划不承担任何费用。

⁶ 抵押、质押等强保证措施为基础金融资产提供的回收率*0.7。

用等级上限为 AAA_{sf}。

表20 18桂金A3压力测试结果

主要压力条件	18 桂金 A3 临界违约率	AAA _{sf} 级信用水平下 TRDR	18 桂金 A3 保护距离
基准条件	59.49%	29.94%	29.56%
回收率为 27.85%，其他为基准条件	42.23%	29.94%	12.29%
回收率在基准水平上下浮 10%，其他为基准条件	55.03%	29.94%	25.09%
回收率在基准水平上下浮 20%，其他为基准条件	51.32%	29.94%	21.39%
提前还款增加 2 倍，其他为基准条件	55.81%	29.94%	25.88%
提前还款增加 4 倍，其他为基准条件	52.60%	29.94%	22.66%
违约时间分布前置 10%，其他为基准条件	59.37%	29.94%	29.43%
违约时间分布前置 20%，其他为基准条件	59.31%	29.94%	29.37%
回收率在基准水平上下浮 10%，违约时间分布前置 10%	51.47%	29.94%	21.53%
回收率在基准水平上下浮 20%，违约时间分布前置 20%	44.82%	29.94%	14.88%

由 18 桂金 A3 压力测试结果可以看出，当目标信用等级为 AAA_{sf} 级时，在最大的压力情景下，18 桂金 A3 能够获得一定的保护距离（12.29%）。因此，由现金流压力测试决定的 18 桂金 A3 的信用等级上限为 AAA_{sf}。

综合组合信用风险分析模型测算结果、关键债务人违约压力测试结果和现金流压力测试结果，本专项计划“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”的信用等级为 A_{sf}。但考虑到广西铁投为本专项计划提供了无条件不可撤销的差额支付承诺，且联合评级评定广西铁投的主体信用等级 AAA。因此，联合评级确定维持本专项计划“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”的信用等级为 AAA_{sf}。

七、评级结论

联合评级通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，确定维持“前海桂金 2018 年度第一期资产支持专项计划”项下“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”的信用等级为 AAA_{sf}，“18 桂金次”未予评级。

上述“18 桂金 A1”、“18 桂金 A2”和“18 桂金 A3”的评级结果反映了该份额利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 深圳前海桂金融资租赁有限公司主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
现金类资产（万元）	2,531.44	6,146.87
资产总额（万元）	99,207.14	132,836.91
所有者权益（万元）	40,695.22	44,499.09
长期债务（万元）	48,700.00	47,411.41
全部债务（万元）	48,700.00	85,834.09
营业收入（万元）	7,554.65	9,754.09
净利润（万元）	2,484.26	3,803.87
经营性净现金流（万元）	4,206.80	4,500.46
营业利润率（%）	99.24	99.39
总资本收益率（%）	7.62	7.17
净资产收益率（%）	6.21	9.08
长期债务资本化比率（%）	54.48	51.58
全部债务资本化比率（%）	54.48	65.86
资产负债率（%）	58.98	66.50
流动比率（倍）	10.62	1.20
速动比率（倍）	10.62	1.20
经营现金流动负债比（%）	145.20	11.00

附件 2 广西铁路投资集团有限公司主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,064.46	1,022.56	1,014.24
所有者权益 (亿元)	426.32	404.68	402.45
短期债务 (亿元)	104.66	143.48	115.72
长期债务 (亿元)	438.93	368.75	389.42
全部债务 (亿元)	543.59	512.23	505.14
营业收入 (亿元)	154.24	148.81	27.08
净利润 (亿元)	4.96	1.33	-2.32
EBITDA (亿元)	28.46	25.16	--
经营性净现金流 (亿元)	41.91	40.34	-8.82
应收账款周转次数 (次)	6.48	6.94	--
存货周转次数 (次)	1.10	1.53	--
总资产周转次数 (次)	0.15	0.14	--
现金收入比率 (%)	100.43	102.81	100.46
总资本收益率 (%)	2.80	2.33	--
总资产报酬率 (%)	2.56	2.19	--
净资产收益率 (%)	1.20	0.32	--
营业利润率 (%)	13.77	12.03	10.05
费用收入比 (%)	17.72	20.09	23.65
资产负债率 (%)	59.95	60.43	60.32
全部债务资本化比率 (%)	56.05	55.87	55.66
长期债务资本化比率 (%)	50.73	47.68	49.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.14	1.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.05	--
流动比率 (倍)	2.53	1.54	1.69
速动比率 (倍)	1.97	1.22	1.31
现金短期债务比 (倍)	1.29	0.87	1.20
经营现金流动负债比率 (%)	23.73	19.16	-4.85
EBITDA/待偿本金余额合计 (倍)	0.95	0.84	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化；4. 本报告已将其其他流动负债中有息部分计入短期债务中，将长期应付款中有息部分计入长期债务中；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3 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	
总资产收益率	(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)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 4 资产支持专项计划资产支持证券信用等级设置及其含义

资产支持专项计划产品信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

资产支持专项计划产品信用等级的设置及含义

等级	含义	
投资级	AAA _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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。
投机级	BB _{sf} 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B _{sf} 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 _{sf} 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 _{sf} 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。
倒闭级	C _{sf} 级	不能偿还债务。

注：除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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