



## 跟踪评级公告

大公报 SD【2015】669 号

大公国际资信评估有限公司通过对广西西江开发投资集团有限公司及“15 西江 CP001”的信用状况进行跟踪评级，确定广西西江开发投资集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“15 西江 CP001”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年七月二十九日



# 广西西江开发投资集团有限公司主体与相关 债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】669 号

## 主体信用

跟踪评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

## 债项信用

债券简称	额度(亿元)	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 西江 CP001	3	366 天	A-1	A-1

## 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	229.48	232.71	162.27	117.86
所有者权益	84.78	84.75	67.37	58.09
营业收入	7.06	62.17	43.94	31.99
利润总额	0.02	2.16	2.08	1.26
经营性净现金流	0.31	9.83	5.68	0.53
资产负债率(%)	63.06	63.58	58.48	50.71
债务资本比率(%)	58.86	59.26	53.53	45.67
毛利率(%)	17.50	9.08	14.04	7.00
总资产报酬率(%)	0.63	3.00	3.37	1.89
净资产收益率(%)	0.01	1.99	2.41	1.76
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.22	1.03	1.30	0.26
经营性净现金流/总负债(%)	0.21	8.10	7.35	1.26

注：2015 年 3 月财务数据未经审计。

## 跟踪评级观点

广西西江开发投资集团有限公司（以下简称“西江集团”或“公司”）主要从事广西壮族自治区（以下简称“广西”或“自治区”）航电枢纽、船闸等各类水运项目的投资建设和经营管理。评级结果反映了 2014 年“珠江—西江经济带”上升为国家战略，为公司发展提供良好的外部环境，广西经济发展继续为西江流域水运基础设施建设提供有力保障，公司是西江流域水运基础设施建设最重要的投融资主体，在资本金注入、财政贴息和补助等方面得到政府的大力支持，2014 年公司营业收入增长较快、经营性净现金流有所增加等有利因素；同时也反映了公司未来面临较大的资本支出压力，负债规模增长较快、债务压力有所增加等不利因素。

综合分析，大公对公司“15 西江 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

## 有利因素

- 2014 年，“珠江—西江经济带”上升为国家战略，为公司发展提供良好的外部环境，西江在我国内河水运规划中具有重要地位，广西较强的经济财政实力为西江流域水运基础设施建设提供有力保障；
- 公司负责整合西江流域的航运、码头、商贸、物流等资源，在地区具有垄断优势，是西江流域水运基础设施建设的最重要的投融资主体；
- 公司继续得到自治区政府在资本金注入、财政贴息和补助等方面的有力支持；
- 公司营业收入增长较快，经营性净现金流大幅增加，增强了对债务的保障能力。

## 不利因素

- 公司承担了西江流域沿江主要码头的建设和运营，投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力；
- 公司负债规模增长较快，有息负债在负债总额中占比较高，债务压力有所增加。

评级小组负责人：张伊君

评级小组成员：滕堃 程雪

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 跟踪评级说明

根据大公承做的西江集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 发债主体

西江集团前身为广西西江航运建设发展有限责任公司，由自治区交通运输厅（以下简称“自治区交通厅”）代表自治区人民政府履行出资人职责。2014年1月3日，自治区人民政府下发桂政函【2014】4号，授权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“自治区国资委”）代为履行出资人职责，公司的实际控制人及控股股东由自治区交通厅变更为自治区国资委。截至2015年3月末，公司注册资本为人民币27.50亿元，实收资本为35.97亿元。公司仍是自治区重要的水运基础设施建设主体，主要承担自治区人民政府授权的西江“黄金水道”航电枢纽、船闸等重大交通基础设施的投资和经营管理等。截至2014年末，公司拥有全资子公司8家，控股子公司7家（见附件3）。

大公承做的西江集团存续债券共计两期（详见表1）。

**表1 目前大公承做的西江集团存续期债券及募集资金概况**

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 西江 CP002	3 亿元	2014. 09. 19~2015. 09. 19	偿还银行贷款	已使用募集资金 3 亿元
15 西江 CP001	3 亿元	2015. 05. 18~2016. 05. 18	偿还银行贷款	已使用募集资金 3 亿元

数据来源：根据公司提供资料整理

## 宏观经济和政策环境

**近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济运行面临较多的风险因素**

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014年，我国GDP同比增速分别为7.8%、7.7%和7.4%，增速逐年放缓。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速持续收窄，2014年公共财政预算收入增速仅为8.6%，政府性基金收入仅为3.5%。2015年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP同比增速为7.0%，较上年同期下降0.4个百分点；全国公共财政预算收入3.64万亿元，同比增长3.90%；政府性基金预算收入为0.87万亿元，同比下降33.30%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的

定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度。预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

## 行业及区域经济环境

### 内河建设和运量继续保持增长，西江流域的投资建设一直受到中央及地方政府的大力支持

内河水运作为综合运输体系建设的重要组成部分，自 2011 年国务院发布《国务院关于加快长江等内河水运发展的意见》将内河水运上升为国家战略后，迎来了快速发展的“黄金期”。2013 年 8 月，交通运输部发布关于印发《加快推进长江等内河水运发展行动方案》（2013～2020 年），针对长江干线、西江航运干线等有条件的港口，着力打造一批规模较大、设施先进、功能完善、服务高效，具有示范和带动作用的现代化港区，于 2013 年 9 月制定并发布了《关于促进航运业转型升级健康发展的若干意见》，对进一步发挥内河水运优势，促进流域经济发展和转型升级起到积极作用。

2014 年，我国内河建设完成投资 508.12 亿元，下降 6.90%。内河港口新建及改（扩）建码头泊位 253 个，新增吞吐能力 16,216 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 3,094 万吨。2014 年末，全国内河航道通航里程 12.63 万公里，较 2013 年末增加 427 公里，其中长江水系 64,374 公里，珠江水系 16,444 公里，黄河水系 3,488 公里，黑龙江水系 8,211 公里，京杭运河 1,438 公里，闽江水系 1,973 公里，淮河水系 17,338 公里。2014 年内河运输完成货运量 33.43 亿吨、货物周转量 12,784.90 亿吨公里，较 2013 年分别增长 3.21% 和 11.04%。2015 年 1～6 月份，我国内河规模以上港口完成货物吞吐量 17.35 亿吨，同比增长 5.00%。

西江“黄金水道”主要由连接南宁、贵港、梧州、百色、来宾、柳州、崇左市的 1,480 公里内河水运主通道组成，是我国西南水运出海大通道重要组成部分，广西内河运量的 90% 需经过此段。建设西江并充分发挥西江沟通中东西部的枢纽作用，是沿江各省区经济交流优势互补的基础条件；是区域内调整优化产业布局、促进产业拓展升级集聚的必要途径；是转变经济发展方式，建设资源节约型、环境友好型社会的客观要求；更是广西积极参与多区域合作、尽快形成西江产业经济带城市群，推动广西经济社会科学发展、和谐发展、跨越发展的迫切需要。

预计未来，政府会继续加大内河水运的建设力度，西江水系在我国内河水运规划中仍具有重要地位，西江流域的投资建设将继续受到

中央及地方政府的大力支持，为带动流域地区的经济社会发展发挥积极的作用。

### 2014 年广西经济及财政继续保持增长，“珠江—西江经济带”上升为国家战略，为公司发展提供良好的外部环境

广西属于我国西部省份，南邻北部湾，面向东南亚，是华南经济圈、西南经济圈与东盟经济圈的结合部，也是西南地区最便捷的出海通道，具有沿海、沿边、沿江等区位优势。

**表 2 2012~2014 年广西壮族自治区国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）**

主要指标	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	15,672.97	8.50	14,378.00	10.20	13,031.04	11.30
人均生产总值（元）	33,090.00	-	30,588.00	-	27,943.00	-
公共预算收入	1,422.05	7.90	1,316.84	12.90	1,165.98	23.00
外贸进出口总额（亿美元）	405.53	23.50	328.37	11.41	294.74	26.20
与东盟双边贸易额（亿美元）	198.86	35.70	159.15	32.10	120.48	26.05
工业增加值	6,065.30	10.10	5,749.65	11.40	5,364.92	14.00
全社会固定资产投资 <sup>1</sup>	13,843.21	16.30	11,907.67	21.40	12,635.18	24.40

数据来源：2012~2014 年广西壮族自治区国民经济和社会发展统计公报

2014 年，广西经济继续保持较快发展，但是主要经济指标的增速有所减缓，经济总量仍然较小，实现生产总值 15,672.97 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.5%；三次产业结构调整为 15.4:46.8:37.8，第一产业比重下降 0.5 个百分点，第二产业及第三产业分别提高 0.2 个和 0.3 个百分点。广西继续保持和东盟较好的双边贸易，贸易额继续保持增长，2014 年与东盟双边贸易额达到 198.86 亿元，同比增长 35.7%。2014 年广西全社会固定资产投资继续保持较大规模，达到 13,843.21 亿元，同比增长 16.3%。2015 年 1~6 月，广西经济继续增长，生产总值达到 6,769.45 亿元，同比增长 8.0%；固定资产投资实现 7,342.37 亿元，同比增长 18.5%；外贸进出口总额实现 207.23 亿美元，同比增长 10.3%。

广西财政实力继续增强，但增速有所放缓。2014 年全区一般公共预算收入 1,422.05 亿元，同比增长 7.9%，其中税收收入 977.79 亿元，同比增长 11.7%，公共财政预算支出 3,475.92 亿元，同比增长 8.3%。自治区本级一般公共预算收入 322.46 亿元，同比增长 5.2%，一般公共预算支出 636.88 亿元，同比增长 3.3%。2014 年全区政府性基金预算收入 1,020.49 亿元，增长 14.9%，政府性基金预算支出 1,075.56 亿元，增长 23.7%，区本级政府性基金预算收入 119.61 亿元，增长 7.5%，区

<sup>1</sup> 全社会固定资产投资包括固定资产投资（不含农户）和农户固定资产投资，从 2013 年开始，固定资产投资（不含农户）统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元，因此 2013 年和 2014 年全社会固定资产投资绝对数与 2012 年不可比，但增速是按可比口径计算的。

本级政府性基金预算支出 95.99 亿元，增长 11.4%。2015 年 1~6 月，广西财政实力继续增强，一般公共预算收入 771.61 亿元，同比增长 5.4%，其中税收收入 506.04 亿元，同比增长 7.3%；一般公共预算支出 1,796.80 亿元，同比增长 16.9%。

广西沿江、沿海、沿边，具有丰富的水运资源和独特的区位优势，有大小河流 937 条，总长 4.45 万公里，常年通航河流 53 条，航道通航里程 5,591 公里，占全国的 4.5%。广西海岸线总长 1,595 公里，具有开发建设大型深水天然良港的巨大资源，距港澳地区和东南亚诸国的港口都较近，是中国大西南的最佳出海处。长期以来，西南水路通道以及广西沿海诸港为西南地区与珠三角乃至世界各地的物资交流提供了水路运输保障。继 2006 年北部湾经济区成立后，2014 年 7 月国务院批复同意《珠江—西江经济带发展规划》，标志着“珠江—西江经济带”正式上升为国家战略。未来，两个国家战略将在自治区“双核驱动”，形成“江海”、“江路”、“江铁”互联，打通广西内河贸易运输路线，建立当地的水运物流体系，并且带动煤炭、矿产资源、钢材、建材等大宗商品的贸易发展。广西的水运交通资源为沿海沿江各市带来了“水运经济”效应，并成为了广西经济发展的一个重要增长点。

## 经营与竞争

**公司营业收入仍主要来自商品贸易和水力发电等业务，2014 年营业收入继续增长，受毛利率较低的商品贸易业务扩大影响，整体毛利润有所下降，公司盈利能力仍较弱**

公司营业收入仍主要来自商品贸易、水力发电、交通和服务收入，2014 年达到 62.17 亿元，同比增长 41.47%，主要为商品贸易收入大幅增加导致。公司商品贸易业务规模扩大，收入同比增长 51.10%，占营业收入的比重提高到 85.08%，但是毛利率水平较低，导致公司整体毛利率水平有较大幅度下降。随着上网电量的提高，水力发电业务营业收入为 4.03 亿元，增长了 0.60 亿元，毛利率继续保持较高水平。公司交通收入对营业收入的贡献程度较低，2014 年小幅增长，达到 1.69 亿元，由于来宾、百色、河池三个港口开港，大量的折旧导致成本升高，毛利率出现下降。公司的服务业务主要包括租赁、物流、监理咨询以及金融等，是毛利润的重要来源，2014 年实现收入 3.55 亿元，同比小幅下降，其中租赁、物流业务收入下降，金融业务收入提升，但是由于投资增大、成本上升较快，拉低了公司服务及其他业务的毛利率。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.06 亿元，同比减少 0.17 亿元，由商品贸易收入减少导致；由于业务开展较少，2015 年一季度商品贸易收入减少 0.49 亿元；随着发电量的提升，公司水力发电收入增长 0.23 亿元，毛利率上升到 53.75%，提升了公司整体毛利率；由于公司桂平二线船闸于 2015 年 3 月 16 日起开始收费，交通业务新增少

量的船闸收入，同时由于港口、船闸折旧较高，交通业务毛利润和毛利率为负。

**表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司营业收入和毛利润情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 1~3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>7.06</b>	<b>100.00</b>	<b>62.17</b>	<b>100.00</b>	<b>43.94</b>	<b>100.00</b>	<b>31.99</b>	<b>100.00</b>
商品贸易	4.56	64.63	52.90	85.08	35.01	79.66	27.28	85.28
水力发电	0.95	13.48	4.03	6.48	3.43	7.80	2.98	9.31
交通	0.25	3.49	1.69	2.72	1.14	2.59	0.63	1.97
服务及其他	1.30	18.40	3.55	5.72	4.37	9.95	1.10	3.44
<b>毛利润</b>	<b>1.24</b>	<b>100.00</b>	<b>5.64</b>	<b>100.00</b>	<b>6.17</b>	<b>100.00</b>	<b>2.24</b>	<b>100.00</b>
商品贸易	0.07	6.03	1.84	32.69	1.34	21.75	0.54	24.11
水力发电	0.51	41.41	1.63	28.88	1.38	22.41	1.10	49.11
交通	-0.01	-0.78	0.13	2.22	0.17	2.76	0.06	2.68
服务及其他	0.66	53.34	2.04	36.21	3.27	53.08	0.54	24.11
<b>毛利率</b>	<b>17.50</b>		<b>9.08</b>		<b>14.04</b>		<b>7.00</b>	
商品贸易	1.63		3.49		3.83		1.98	
水力发电	53.75		40.45		40.23		36.91	
交通	-3.90		7.40		14.91		9.52	
服务及其他	50.71		57.48		74.83		49.09	

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来，公司营业收入仍将会以商品贸易为主，随着贸易规模的扩大，未来收入水平将有所提升。

## ● 商品贸易业务

**商品贸易业务为公司主要收入来源，但是毛利率仍处于较低水平，一定程度上影响公司整体盈利能力**

2014 年商品贸易收入仍为公司的主要收入来源，主要由子公司广西航桂实业有限公司（以下简称“航桂实业”）运营。航桂实业通过对云南、贵州的矿产和农产品等物资的战略布局，结合自身的航运物流及销售优势，形成了完整的购销产业链，将航运、商贸、物流等资源整合，逐渐形成西江经济带垄断优势。2014 年，航桂实业实现营业收入 35.09 亿元，同比增长 23.34%，毛利率为 18.93%，主要是由于部分收入提前结算导致。2015 年 1~3 月，航桂实业实现营业收入 2.16 亿元，较 2014 年同期减少 40.48%。

2014 年航桂实业的主要贸易产品包括钢材、铝产品、农产品等矿产和原料，退出了煤炭贸易，增加了铝产品业务。所有贸易产品中钢材、水泥和矿石盈利水平较高。2014 年，航桂实业主要客户为广西柳州钢铁（集团）公司、广西洋成商贸有限责任公司、葛洲坝集团第五



工程有限公司长洲三四线船闸项目部、广西壮族自治区交通物资总公司、上海中铝凯林铝业有限公司宁波分公司、广西平果合洋贸易有限公司、平果亚洲铝业有限公司等。

**表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月航桂实业商品贸易业务经营情况（单位：万元）**

产品	2015年1~3月		2014年		2013年		2012年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
钢材	13,264	77.40	181,259	52.92	108,744	40.11	46,276	18.49
水泥	212	1.23	4,186	1.22	5,715	2.11	5,543	2.22
矿石	-	-	4,891	1.43	13,419	4.95	13,449	5.37
油品	-	-	9,272	2.71	27,178	10.02	14,244	5.69
煤炭	-	-	-	-	40,925	15.09	162,095	64.78
铝产品	-	-	74,531	21.80	-	-	-	-
农产品	48	0.28	48,175	14.06	43,363	15.99	8,620	3.44
其他	3,614	21.10	20,214	5.90	31,776	11.72	-	-
<b>合计</b>	<b>17,138</b>	<b>100.00</b>	<b>342,528</b>	<b>100.00</b>	<b>271,120</b>	<b>100.00</b>	<b>250,227</b>	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

随着西江“黄金水道”的进一步开发以及对实业投资的增加，航桂实业的收入和利润有望继续增长，但毛利率仍将维持在较低水平。

## ● 水力发电业务

**水电业务是公司收入及利润的组成部分，水电站整体装机规模仍较小**

公司水力发电站全部作为水运枢纽工程的一部分规划建设。当前采用的是“以电促航”的经营模式，即用水力发电收入来促进船闸运作及支持部分水运工程的建设。

截至 2015 年 3 月末，公司共有 4 座航运枢纽电站，分别为桂平航运枢纽电站、贵港航运枢纽电站、那吉航运枢纽电站和鱼梁航运枢纽电站。其中，桂平枢纽、贵港枢纽分别于 1993 年、2004 年通过国家验收，两枢纽各配有一座水电厂；那吉枢纽于 2007 年通航，三台机组于 2008 年 6 月全部投产发电；鱼梁航运枢纽尚未完工，但电站已于 2012 年 3 月实现并网发电。公司所有电站总装机容量 29.25 万千瓦，整体装机规模较小。随着贵港二线船闸竣工，贵港枢纽的来水情况有望得以改善，未来水力发电收入有望提高。

为了进一步提高电力板块的收入，在增加枢纽装机量的同时，公司积极发展新能源项目，利用水电站附近的闲置地建设光伏电站来增加发电量，公司拟建陆川光伏发电项目（装机容量 5.50 万千瓦）和那吉光伏电站项目（装机容量 1.00 万千瓦）。此外，国家对光伏发电的电价提供补助，在 0.59 元/千瓦时（含税）的煤电标杆电价上，补助 0.41 元/千瓦时至 1.00 元/千瓦时，开展光伏发电有利于公司提高

水电板块的盈利水平。

**表5 2012~2014年及2015年1~3月公司水电业务经营情况（单位：万千瓦、万千瓦时、万元）**

项目		2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
桂平 枢纽 电站	装机容量	4.65	4.65	4.65	4.65
	发电量	8,373	24,069	27,715	25,081
	上网电量	8,217	23,554	27,045	24,465
	收入	2,955	6,545	7,437	6,714
贵港 枢纽 电站	装机容量	12.00	12.00	12.00	12.00
	发电量	13,588	75,024	74,338	65,165
	上网电量	13,179	71,754	67,843	62,024
	收入	5,146	22,386	20,692	18,801
那吉 枢纽 电站	装机容量	6.60	6.60	6.60	6.60
	发电量	7,784	28,764	22,445	14,731
	上网电量	7,475	27,649	20,967	14,115
	收入	2,876	8,618	6,919	6,131
鱼梁 枢纽 电站	装机容量	6.00	6.00	6.00	6.00
	发电量	6,003	23,355	14,412	7,127
	上网电量	5,887	22,886	13,671	6,926
	收入	2,529	7,661	4,922	2,493
合计	装机容量	29.25	29.25	29.25	29.25
	发电量	35,748	151,211	138,910	112,104
	上网电量	34,759	145,843	129,525	107,531
	收入 <sup>2</sup>	13,506	45,210	39,970	34,139

数据来源：根据公司提供资料整理

随着发电量的提升，公司电力板块的盈利能力有所增强。预计未来，随着电价的进一步上升以及新能源发电项目的发展，公司电力板块的盈利能力将持续提升。

## ● 交通设施建设和运营

### 2014年公司内河航运业务收入仍然保持较低水平，对营业收入有一定补充作用

内河航运收入为公司营业收入的重要补充，主要由子公司广西润桂船运有限公司（以下简称“润桂船运”）来运营。润桂船运在2009年由公司与华润水泥控股集团有限公司合作成立，公司持股51%。截至2014年末，润桂船运共有船舶80艘，总载重量9.80万吨，其中载重910吨的船舶1艘、1,200吨的船舶72艘和1,800吨的船舶7艘；预计2015年末，润桂船运的船舶拥有量将达到85艘，总运力达10.80万吨。此外，润桂船运的国内第一艘内河航运双燃料（LNG）加气站已

<sup>2</sup> 该收入含销项税。

下水供航；在“十三五”规划内，润桂船运将对更多船舶进行清洁燃料改造，LNG可降低30%的船运成本，船舶改造有利于公司提高盈利。

2014年，润桂船运实现营业收入1.04亿元，与2013年持平，整体利润仍处于较低水平。2015年1~3月，润桂船运实现营业收入0.08亿元，同比下降63.64%。

### 作为西江流域水运基础设施建设重要的投融资主体，公司仍承担西江航运枢纽的建设和运营等职能

公司作为西江流域投资建设的重要投融资主体，仍承担西江航运枢纽、船闸扩能改造等项目的建设。随着公司建设项目的逐渐完工，航道的通过能力也大幅提升。

截至2015年3月末，公司已建成项目为那吉航运枢纽工程和桂平航运枢纽二线船闸。那吉航运枢纽位于右江上游，是一个以航运为主、兼有发电、灌溉和其他效益的水资源综合利用工程。工程总投资11.82亿元，其中利用世界银行贷款4,500万美元；政府配套比例为28.18%，累计到位资金3.33亿元。桂平航运枢纽位于黔、郁两江汇合口处，该枢纽的建成渠化了桂平至贵港110公里的航道，主要包括船闸和一座水力发电站，其中船闸为双线船闸，一线为1,000吨级船闸，单向年设计通过能力670万吨；二线为3,000吨级船闸，单向年设计通过能力3,100万吨。水力发电站的装机容量为4.65万千瓦。

**表6 截至2015年3月末公司已建、在建重大枢纽船闸项目情况（单位：亿元、吨、万千瓦）**

建设情况	项目	概算投资	已完成投资	政府投入资金 (已批复资金)	船闸吨位	装机容量
已建项目	那吉枢纽工程	11.82	已完工	3.33	1,000	6.60
	桂平航运枢纽二线船闸	8.25	已完工	5.20	3,000	4.65
在建项目	鱼梁航运枢纽	19.56	21.34	5.81	1,000	6.00
	长洲水利枢纽三线四线船闸	43.34	42.84	25.33	3,000	-
	贵港航运枢纽二线船闸	16.53	6.27	11.85	3,000	-

数据来源：根据公司提供资料整理

由公司负责投资在建的船闸、枢纽项目主要有鱼梁航运枢纽、长洲水利枢纽三线四线船闸和贵港航运枢纽二线船闸项目，建设资金通过政府拨款和企业自筹的方式完成。其中，贵港二线船闸和长洲三四线船闸建设的公益性较强，政府拨款的占比较高，其他项目的资金以公司自筹为主。

长洲水利枢纽三线四线船闸工程建成完工后将有效解决长洲枢纽的通过能力不足与枯水期滞航问题。长洲水利枢纽一至四线船闸单向设计通过能力达1.36亿吨，是世界上通过能力最大的内河船闸；其中，三线和四线船闸则是规模最大的单级船闸。船闸闸室及输水阀门尺度均超过我国现有水平，输水指标为美国巨型船闸群的1.6倍，引航道下泄流量超过三峡双线船闸40%。长洲三四线的建设为“珠江—西江经

济带”规划发展奠定了良好的基础。长洲作为一个内河航运重要枢纽，对上游沿江社会经济发展，特别是产业的发展，还有丰富综合运输体系方面，将起到至关重要的作用。

未来，公司计划投资承建西津和红花枢纽二线船闸工程，这些工程将进一步增强公司在西江流域要道的船闸控制。公司还计划在主要船闸安装 ETC 系统，通过互联网掌握船只的航程信息，提升船闸的通过效率。

新的《广西壮族自治区船闸管理办法》于 2014 年 1 月 1 日开始实行，通航河流上修建的船闸经自治区人民政府批准后可收取船舶过闸费。目前，公司所属桂平二线船闸定于 2015 年 3 月 16 日起恢复过闸收费，新扩建船闸将于交工验收后开始收费。2015 年 1~3 月，公司新增 61.04 万元船闸收费收入，对公司营业收入形成一定补充。

**为了开发西江沿江经济带，公司承担了西江流域沿江主要码头和物流园区的建设和运营，投资规模较大，未来存在一定资本支出压力**

作为广西西江水运基础设施建设的投融资主体，公司承担了西江流域沿江主要码头和物流园区的建设和运营。

**表 7 截至 2015 年 3 月末公司在建、拟建码头和物流园区项目情况（单位：亿元）**

建设情况	项目名称	计划投资额	已完成投资额
在建项目	贵港港中心港区猫儿山作业区东山多用途泊位工程	2.83	0.98
	贵港港中心港区苏湾作业区一期工程	8.21	1.47
	来宾港宾港作业区二期工程	3.32	3.87
	来宾港象州港区猛山作业区一期工程	1.37	1.09
	官塘港作业区一期工程	13.64	4.55
	百色港大旺作业区工程	1.69	2.68
	百色港田东祥周作业区工程	8.10	4.36
	百色港田阳头塘作业区工程	5.65	2.01
	崇左将军岭作业区一期工程	1.74	1.65
		<b>合计</b>	<b>46.55</b>
拟建项目	崇左港扶绥将军岭作业区二期工程	9.41	-
	来宾港兴宾港区莆田作业区一期工程	10.16	-
	来宾港象州港区猛山作业区二期工程	4.00	-
	百色港大旺作业区二期工程	6.00	-
	柳州港官塘作业区二期工程（汽车滚装码头）	2.50	-
	都安临港工业区物流园	0.80	-
	广西柳州官塘物流港铁路货运站场	8.40	-
	西江煤炭配送体系建设（都安煤炭配送中心）	0.65	-
	百色煤炭交易中心（田东祥周煤炭储运中心）	16.50	-
		<b>合计</b>	<b>58.42</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

为了开发西江沿江经济带，打造以港口、码头为中心的物流园区，公司加大了在建港口码头项目的投资力度。截至 2015 年 3 月末，公司在百色、崇左、南宁、贵港、柳州、来宾、河池、梧州在建码头、物流园区项目 9 个、拟建 9 个，概算总投资超过 100 亿元；每个市中心港区均具有集装箱作业能力，港口总吞吐能力达 5,000 万吨。公司港口码头和物流园区的建设资金主要通过自筹来实现，部分港口码头项目列入国家“十二五”和“十三五”规划，包括来宾港象州港区猛山作业区一期工程、百色港田阳头塘作业区工程、贵港港中心港区苏湾作业区一期工程、崇左将军岭作业区一期工程和官塘港作业区一期工程等，累计到位的政府投入资金 5.82 亿元。

公司积极参与投资广西资源相对丰富的水泥、有色金属、木材、食糖等区域特色产业，并参与旅游产业、沿江市县城镇开发、农业等特色产业。截至 2015 年 3 月末，公司在建的产业项目包括鱼峰西江水泥，该项目总投资 8.80 亿元，年产水泥产品 160 万吨，年产熟料 85 万吨；西江重工基地项目总投资 6.00 亿元，年造船 300 艘、修船 200 艘、年产钢结构产品 5 万吨；西江木业产业基地项目总投资 25.49 亿元，主要建设电子商务中心及交易中心、木材博览及交易中心、中高端家具加工区及货物仓储区等；同时，公司在建以“花山壁画”文化为依托、以明江为轴线的宁明花山旅游项目。

综合分析，公司在建拟建项目较多，投资规模较大，未来面临一定资本支出压力；随着未来港口、码头的陆续建成，公司业务将更加多元化，带动沿江产业共同发展。

## ● 政府支持

### 2014 年公司仍得到自治区政府在资本金注入、财政贴息和补助等方面的有力支持

公司作为广西西江流域水运基础设施建设最重要的投融资主体，对西江流域的开发建设起着十分重要的作用，得到了政府在政策和资金方面的大力支持。公司成立以来，自治区财政厅加大了资金投入，改进了资金投入方式，大力支持公司充分发挥投融资功能，不断加快西江“黄金水道”的项目建设。

**表 8 2012~2014 年公司得到的政府资金支持情况（单位：万元）**

年度	2014 年	2013 年	2012 年
交通部资本金	8,100	48,320	105,270
燃油税附加	15,000	10,000	4,713
区财政资金	35,050	32,822	25,650
水利建设基金	-	-	4,287
<b>合计</b>	<b>58,150</b>	<b>91,142</b>	<b>139,920</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

根据《基本建设贷款中央财政贴息资金管理办法》（财建【2011】356号）的贴息政策，公司每年将收到区财政厅的财政贴息，在一定程度上保证了资金流入的稳定性。

## 公司治理与管理

西江集团是由自治区人民政府出资成立的自治区直属大型国有独资企业。根据桂政函【2014】4号文件批准，自治区人民政府授权自治区国资委代行出资人职责，公司的实际控制人从自治区交通厅转变为自治区国资委。截至2015年3月末，交接变更手续和工商登记注册已完成。公司的业务部门包括总部设置办公室、人力资源部、财务部、企业管理部、物流贸易部、航电事业部、工程管理部、安全管理部、审计部、投资发展部、法律事务部等16个部门。

公司按照自治区党委、政府“打造西江亿吨黄金水道、促进西江经济带发展”的部署要求，加快推进航运枢纽、船闸扩能改造的建设，积极参与沿江港口码头、运输船队、大宗贸易、物流园区、产业园区、旅游地产、金融服务、城镇化建设及配套项目的投资开发，构建西江水运物流体系。目前公司在水利枢纽、物流体系、沿江产业和金融业务四个板块进行统一规划，整合西江流域的航运、码头、商贸、物流资源，形成地区垄断优势，同时开发木材、水泥等沿江产业，加大对北部湾产业投资基金和广西西江创业投资基金的投入，积极发展金融业务，实现公司职能多样化发展，提高盈利水平。

内河水运是综合运输体系建设的重要组成部分，我国内河水运正迎来快速发展时期，得到了中央及地方政府的大力支持。公司是广西重要的水运基础设施投融资建设主体，承担了广西西江流域重要的基础设施建设和运营，在广西经济社会发展中占有重要地位，得到广西政府的大力支持；同时，公司正逐步实行业务的多元化，完善治理结构。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了2014年及2015年1~3月的财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2014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。公司2015年1~3月财务报表未经审计。

由于西江集团对2015年1~3月财务报表进行调整，使得本次报告中所披露的2015年1~3月财务报表部分科目数据与公司公开披露的2015年1~3月财务报表中并不一致，差异主要体现在：其他应收款由4.50亿元调整至2.86亿元、长期股权投资由4.83亿元调整至3.20亿元、可供出售金融资产由41.52亿元调整至42.42亿元、其他应付款由6.27亿元调整至4.62亿元、其他流动负债由0.02亿元调整至18.00亿元、应付债券由62.30亿元调整至44.32亿元。

## 资产质量

### 随着投资项目的不断增加，公司资产总额不断增长，资产结构仍以非流动资产为主

随着投资项目的不断增加，公司资产规模快速增长，2014年末公司总资产232.71亿元，同比增长43.31%，仍主要为非流动资产构成。

公司的流动资产主要由货币资金、预付款项、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成，2014年末为101.18亿元，同比增加61.82%，主要由于货币资金的大幅增加。公司货币资金主要为银行存款，2014年末货币资金增加27.12亿元，主要为公司新发行两期短期融资券和四期非公开定向债务融资工具导致。公司预付款项9.42亿元，主要为预付的土地款以及贸易业务的预付款项，其中账龄1年以内的款项占比较大。由于有大量的委托贷款到期或临近到期，2014年末公司其他流动资产减少了4.52亿元，一年内到期的非流动资产大幅增加到10.00亿元。

**表9 2012~2014年末及2015年3月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015年3月末		2014年末		2013年末		2012年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32.41	14.12	55.61	23.90	28.49	17.56	20.55	17.43
预付款项	10.88	4.74	9.42	4.05	8.42	5.19	11.05	9.37
一年内到期的非流动资产	9.91	4.32	10.00	4.30	0.06	0.04	5.07	4.30
其他流动资产	10.01	4.36	9.84	4.23	14.36	8.85	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>78.06</b>	<b>34.02</b>	<b>101.18</b>	<b>43.48</b>	<b>62.52</b>	<b>38.53</b>	<b>47.46</b>	<b>40.26</b>
可供出售金融资产	42.42	18.49	26.22	11.27	-	-	-	-
长期股权投资	3.20	1.39	3.07	1.32	4.23	2.60	1.13	0.96
固定资产	39.30	17.13	39.61	17.02	32.65	20.12	30.93	26.24
在建工程	57.52	25.06	53.95	23.19	45.18	27.84	33.18	28.15
<b>非流动资产合计</b>	<b>151.42</b>	<b>65.98</b>	<b>131.53</b>	<b>56.52</b>	<b>99.74</b>	<b>61.47</b>	<b>70.40</b>	<b>59.74</b>
<b>资产合计</b>	<b>229.48</b>	<b>100.00</b>	<b>232.71</b>	<b>100.00</b>	<b>162.27</b>	<b>100.00</b>	<b>117.86</b>	<b>100.00</b>

公司资产结构仍以非流动资产为主，2014年末公司非流动资产达到131.53亿元，同比增长31.87%，主要包括可供出售金融资产、固定资产和在建工程。2014年末公司可供出售金融资产为26.22亿元，主要由于会计准则变更导致2.80亿元长期股权投资调整至可供出售金融资产、以及公司新增投资导致，2015年3月末公司可供出售金融资产继续大幅增长。2014年末公司固定资产39.61亿元，主要为房屋建筑物、机器设备和船舶，增加的部分主要为房屋建筑物；在建工程与2013年持平，主要为水利枢纽、船闸、港口及码头，投资额度较大的项目包括长洲三线四线项目、鱼梁枢纽工程和贵港二线船闸，其中鱼梁枢纽工程已于2012年投产但尚未办理竣工结算。

截至 2015 年 3 月末，公司总资产 229.48 亿元，以非流动资产为主，其中流动资产 78.06 亿元，非流动资产 151.42 亿元；流动资产有所减少，主要为货币资金较少导致。

截至 2014 年末，公司受限资产账面价值为 9.11 亿元。其中，账面价值为 3.11 亿元的西江大厦用于借款抵押，账面价值 6.00 亿元的贵港航运枢纽部分资产由于进行融资租赁售后回租而所有权受限。

综合看来，随着投资项目的不断增加，公司资产总额不断增长。预计未来 1~2 年，作为西江投资建设的重要主体，公司对内河航运建设的投入会不断增加，资产规模将继续增长。

## 资本结构

### 2014 年公司负债规模增长较快，资产负债率上升；有息负债在负债总额中占比较高，未来存在一定的偿债压力

随着工程建设项目的增加，公司负债规模增长较快，2014 年末为 147.96 亿元，同比增长 55.91%，资产负债率达到 63.26%。

**表 10 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.68	14.98	25.78	17.67	22.15	23.34	9.32	15.59
应付票据	4.87	3.37	7.29	5.00	4.18	4.40	7.99	13.37
一年内到期的非流动负债	-	-	11.26	7.72	3.06	3.32	1.71	2.86
其他流动负债	18.00	12.44	20.98	14.38	3.07	3.16	0.00	0.00
<b>流动负债</b>	<b>54.35</b>	<b>37.56</b>	<b>76.46</b>	<b>50.99</b>	<b>43.94</b>	<b>46.31</b>	<b>26.42</b>	<b>44.20</b>
长期借款	32.43	22.41	23.64	16.20	29.85	31.45	19.39	32.45
应付债券	44.32	30.63	34.33	23.53	15.39	16.21	10.42	17.43
<b>非流动负债</b>	<b>90.35</b>	<b>62.44</b>	<b>71.50</b>	<b>49.01</b>	<b>50.96</b>	<b>53.69</b>	<b>33.35</b>	<b>55.80</b>
<b>负债总额</b>	<b>144.70</b>	<b>100.00</b>	<b>147.96</b>	<b>100.00</b>	<b>94.90</b>	<b>100.00</b>	<b>59.77</b>	<b>100.00</b>
短期有息负债	44.53	30.77	65.30	44.13	32.38	34.12	19.02	31.82
长期有息负债	76.75	53.04	57.97	39.18	45.23	47.66	29.81	49.88
<b>有息负债总额</b>	<b>121.28</b>	<b>83.81</b>	<b>123.27</b>	<b>83.31</b>	<b>77.61</b>	<b>81.78</b>	<b>48.83</b>	<b>81.70</b>
<b>资产负债率</b>		<b>63.06</b>		<b>63.26</b>		<b>58.48</b>		<b>50.71</b>

公司流动负债增长较快，主要由短期借款、应付票据和其他应付款构成。由于贸易业务对短期资金的需求，公司短期借款增幅较大，2014 年达到 25.78 亿元，同比增长 16.37%。2014 年末公司应付票据主要为银行承兑汇票，受商品贸易业务扩大影响增长了 74.55%；其他应付款减少了 16.37%，主要为百色港大旺作业区工程项目的建设款项结清所致。截至 2014 年末公司一年内到期的非流动负债增加了 8.20 亿元，主要为大量长期借款即将到期，2015 年 3 月末，公司将一年内到



期的非流动负债记入长期借款、长期应付款和应付债券；2014年公司其他流动负债增加了17.91亿元，主要是由于公司分别于2014年3月、2014年9月发行了两期3亿元短期融资券，以及于2014年8月发行15亿元非公开定向债务融资工具。

2014年末公司非流动负债71.50亿元，同比增长40.31%，主要由长期借款和应付债券构成。2014年末公司长期借款23.64亿元，同比下降20.80%，主要为部分质押借款到期导致。2014年末应付债券34.33亿元，同比增长123.12%，主要由于公司2014年以来发行了三期每期金额为5亿元的非公开定向债务融资工具导致，用于偿还公司银行贷款；2015年3月末，由于公司发行一期短融和两期非公开定向债务融资工具，公司应付债券继续增加。

2015年3月末，公司负债总额144.70亿元，其中流动负债54.35亿元，有小幅的减少，非流动负债继续增长，达到90.35亿元。

2014年公司参与的投资项目继续增加，资金需求较大，银行贷款及债券发行增加，公司有息负债增长较快，达到123.27亿元，其中短期有息负债65.30亿元，主要为短期借款和其他流动负债，长期有息负债57.97亿元，主要为应付债券，债务规模较集中，公司面临较大的短期偿付压力。2015年3月末，公司偿还了部分短期借款，有息负债减少了1.99亿元。

2014年末公司的流动比率为1.32倍，速动比率为1.29倍，受短期借款规模增加的影响，公司流动资产对流动负债的保障能力整体有所下降。2015年3月末，由于流动负债减少，公司流动比率和速动比率有小幅的回升。

2014年末，公司所有者权益为84.75亿元，实收资本35.97亿元，同比增长5.89%，主要项目建设资金增加2.00亿元；资本公积22.95亿元，主要为政府部门对鱼梁枢纽工程、长州三四线船闸工程等在在建工程项目拨款形成，较2013年末增加了0.83亿元；未分配利润7.44亿元，同比增长23.11%。

截至2015年3月末，公司无对外担保事项。

综合而言，公司负债规模增长较快，有息负债在负债总额中占比较高，债务期限结构较为集中。

## 盈利能力

### 2014年公司营业收入大幅增长，但是整体盈利能力仍较弱

2014年公司业务规模的继续扩大，营业收入达到62.17亿元，同比增长41.47%，由于商品贸易业务的快速发展导致，但由于该业务毛利率较低，引起公司整体毛利率水平有较大幅度下降。

公司期间费用6.53亿元，同比增长26.17%，主要为管理费用和财务费用，债务规模的增加导致财务费用增幅较快。2014年末公司投资收益大幅增长到0.71亿元，对营业利润贡献程度很大，主要为广西北

创志和投资管理中心带来的收益。

**表 11 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司经营情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	7.06	62.17	43.94	31.99
营业成本	5.83	56.53	37.77	29.75
期间费用	1.80	6.53	5.18	1.88
其中：管理费用	0.38	1.98	1.92	1.05
财务费用	1.39	4.39	3.13	0.74
期间费用/营业收入	25.51	10.51	11.79	5.88
投资收益	0.70	0.71	0.03	0.01
营业利润	0.01	-0.09	0.48	0.20
营业外收支净额	0.01	2.26	1.60	1.06
利润总额	0.02	2.16	2.08	1.27
总资产报酬率	0.63	3.00	3.37	1.89
净资产收益率	0.01	1.99	2.41	1.76

2014 年公司获得政府补助的 2.00 亿元财政贴息，较 2013 年增长了 33.33%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.06 亿元，较 2014 年同期减少 0.17 亿元，由商品贸易收入减少导致，毛利润实现 1.24 亿元，同比增加 1.17 亿元，毛利率有所上升，为 17.50%。

综合而言，公司营业收入增长较快，但是整体业务盈利能力依然较弱。

## 现金流

**公司经营性净现金流大幅增加，投资性现金流保持净流出，筹资性现金流保持净流入，公司投资活动较依赖外部筹资**

2014 年随着营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金大量增加，带动公司经营性净现金流提高至 9.83 亿元；同时，公司收到的政府补助小幅增加。

**表 12 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	0.31	9.83	5.68	0.53
投资性净现金流	-23.26	-41.07	-41.57	-21.18
筹资性净现金流	-0.22	58.46	43.83	34.11
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.22	1.03	1.30	0.26
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.27	0.88	1.54	1.59
经营性净现金流/总负债	0.21	8.10	7.35	1.26

公司投资性净现金流继续保持为净流出，其中购建固定资产和投

资支付的现金较多，主要是进行水利枢纽建设所产生的资本支出。

公司投资需求仍然靠筹资性现金流覆盖。2014 年公司筹资性净现金流 58.46 亿元，主要为发行两期短期融资券和多期私募债导致，筹集资金主要用于补充公司及下属公司的运营资金，归还金融机构借款。

2015 年 1~3 月，公司投资性净现金流为-23.26 亿元，经营性净现金流和筹资性净现金流规模较小。

总体来看，公司投资规模较大，经营性净现金流大幅增加，有利于提高公司对债务的保障能力，投资活动所需资金仍主要靠筹资活动产生的现金流量净额来覆盖。预计未来 1~2 年，随着建设项目债务融资规模的扩大，公司筹资需求将继续保持较大规模。

### 偿债能力

公司资产规模增长较快，以非流动资产为主。同时，公司负债规模大幅增加，有息负债占比较高，公司债务负担有所加重。从短期偿债指标流动比率和速动比率来看，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般；从公司现金流来看，商品贸易业务净现金流的的增长使得公司经营现金流提升较快；但由于公司负债的增长，经营性现金流对债务和利息的保障能力和 EBITDA 利息保障倍数较弱；但是作为自治区内的水运基础设施建设的投融资主体，公司获得了自治区政府的大力支持。预计未来，公司的营业收入将保持增长，随着船闸、码头等建设的完成，公司业绩也将逐步改善。综合分析，公司拥有很强的偿债能力。

### 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2015 年 6 月 13 日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司在公开市场发行的债务融资工具均按时还本付息。

根据公司 2014 年审计报告，截至 2014 年末，公司与广西隆达信息工程有限责任公司在计算机管理信息系统结算中存在纠纷，案件在审理中；子公司广西西江开发投资集团南宁投资有限公司与广西海瀛投资集团有限公司存在贷款纠纷，案件尚未开庭；子公司广西西江开发投资集团崇左投资有限公司与南宁百农科技农资连锁经营有限公司存在合同纠纷案，案件在审理中。

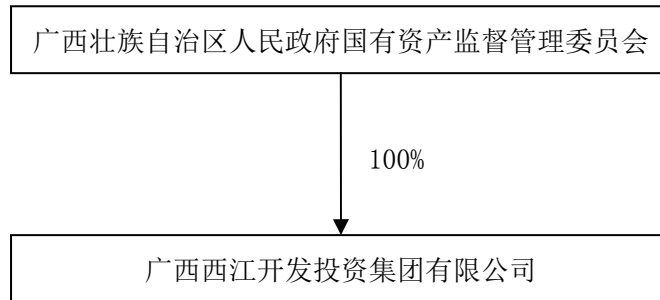
### 结论

2014 年广西经济发展继续保持较快水平，财政收入持续提高，为自治区内水利事业建设及水路运输发展提供了良好的财政保障，公司得到政府在资本金注入和财政补助等方面的大力支持；但由于未来水运基础设施建设投资需求较大，公司将面临一定的资本支出压力，负债规模增长较快，有息债务在负债总额中的占比较高，存在一定偿债

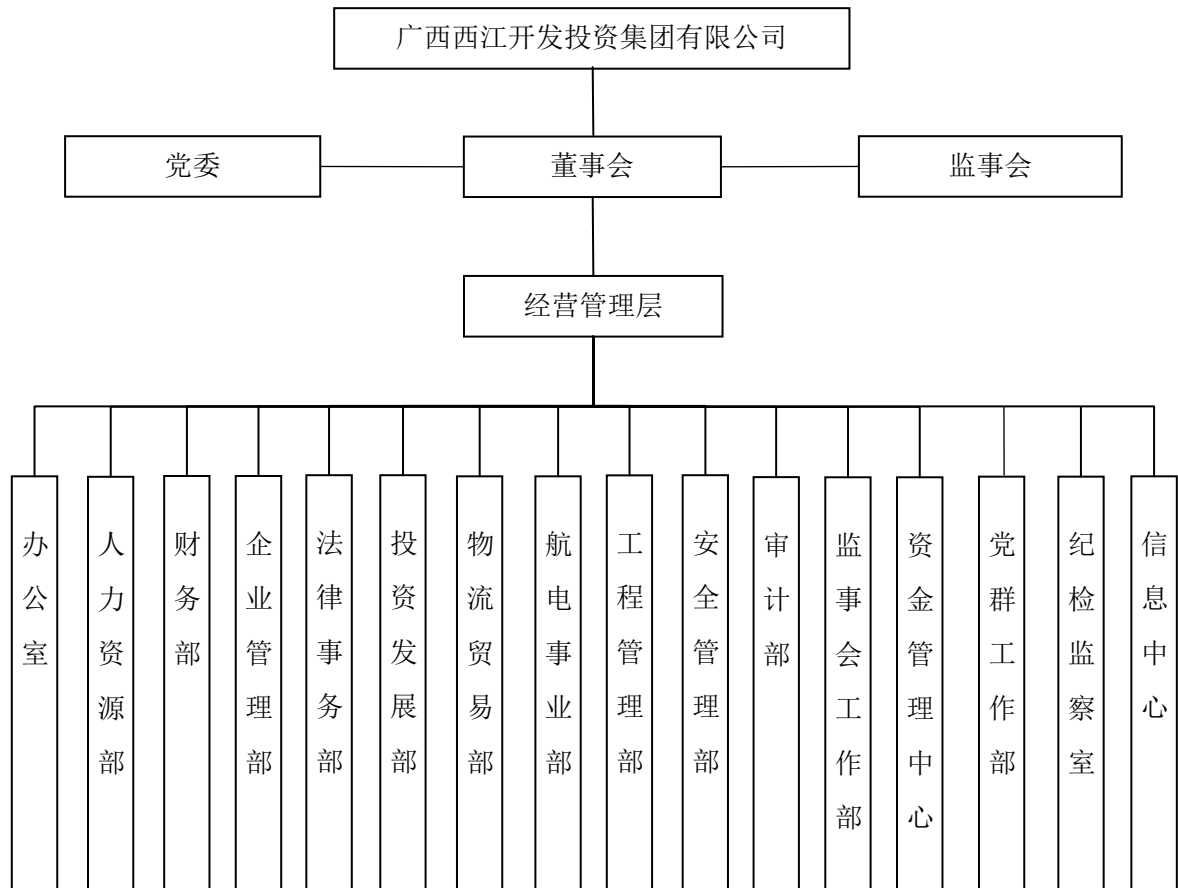
压力。预计未来 1~2 年，公司将继续在广西西江流域水运基础设施建设中发挥重要作用，得到政府的大力支持。

综合分析，大公对公司“15 西江 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

## 附件 1 截至 2015 年 3 月末广西西江开发投资集团有限公司股权结构图



附件 2 截至 2015 年 3 月末广西西江开发投资集团有限公司组织结构图



### 附件 3 截至 2014 年末广西西江开发投资集团有限公司子公司情况

单位：万元，%

序号	企业名称	实收资本	持股比例	享有表决权
1	广西航桂实业有限公司	195,500	38.11	100.00
2	广西润桂船运有限责任公司	15,000	51.00	51.00
3	广西贵港市西江投资有限公司	10,000	60.00	60.00
4	广西西江开发投资集团崇左投资有限公司	8,000	100.00	100.00
5	广西百色西江投资发展有限公司	10,000	51.00	51.00
6	广西西江开发投资集团河池投资有限公司	21,400	100.00	100.00
7	广西来宾市西江投资有限公司	10,000	70.00	70.00
8	广西八桂工程监理咨询有限公司	3,000	100.00	100.00
9	广西西江开发投资集团柳州投资有限公司	10,000	100.00	100.00
10	广西西江创业投资有限公司	65,000	100.00	100.00
11	广西西江开发投资集团梧州投资有限公司	10,000	100.00	100.00
12	广西西江开发投资集团南宁投资有限公司	10,000	100.00	100.00
13	南宁市西江小额贷款股份有限公司	60,000	76.00	76.00
14	广西兴桂物流有限公司	5,000	61.00	61.00
15	广西西江环境能源科技产业有限公司	1,000	50.00	60.00

**附件 4 广西西江开发投资集团有限公司主要财务指标表**

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>资产类</b>				
货币资金	324,113	556,105	284,866	205,461
应收账款	53,273	36,579	27,228	33,423
其他应收款	28,562	62,508	50,611	25,827
预付款项	108,836	94,166	84,237	110,462
存货	29,301	25,143	31,713	41,152
流动资产合计	780,613	1,011,778	625,236	474,551
长期股权投资	31,981	30,748	42,254	11,302
固定资产	392,999	396,113	326,530	309,311
在建工程	575,165	539,536	451,764	331,757
无形资产	31,310	31,465	23,816	21,194
长期待摊费用	562	691	711	311
非流动资产合计	1,514,161	1,315,300	997,446	704,026
总资产	2,294,774	2,327,078	1,622,682	1,178,577
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	14.12	23.90	17.56	17.43
应收账款	2.32	1.57	1.68	2.84
其他应收款	1.24	2.69	3.12	2.19
预付款项	4.74	4.05	5.19	9.37
存货	1.28	1.08	1.95	3.49
流动资产合计	34.02	43.48	38.53	40.26
长期股权投资	1.39	1.32	2.60	0.96
固定资产	17.13	17.02	20.12	26.24
在建工程	25.06	23.19	27.84	28.15
非流动资产	65.98	56.52	61.47	59.74
<b>负债类</b>				
短期借款	216,798	257,779	221,520	93,150
应付账款	13,281	14,336	11,148	5,150
预收款项	16,957	9,603	15,595	15,840
应付职工薪酬	8,091	13,544	11,283	6,920
其他应付款	46,181	54,034	64,612	39,395
其他流动负债	180,022	209,816	30,660	-
流动负债合计	543,471	764,608	439,442	264,186



**附件 4 广西西江开发投资集团有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
非流动负债合计	903,499	714,957	509,560	333,492
负债合计	1,446,970	1,479,565	949,002	597,678
占负债总额比 (%)				
短期借款	14.98	17.42	23.34	15.59
应付账款	0.92	0.97	1.17	0.86
预收款项	1.17	0.65	1.64	2.65
其他应付款	3.19	3.65	6.81	6.59
其他流动负债	12.44	14.18	3.23	-
流动负债合计	37.56	51.68	46.31	44.20
长期借款	22.41	15.98	31.45	32.45
应付债券	30.63	23.20	16.21	17.43
非流动负债	62.44	48.32	53.69	55.80
权益类				
少数股东权益	171,822	171,468	40,050	26,226
实收资本（股本）	359,672	359,672	339,672	315,650
资本公积	229,513	229,506	221,217	181,097
盈余公积	12,491	12,491	12,326	11,313
未分配利润	74,295	74,376	60,414	46,613
归属于母公司所有者权益	675,982	676,046	633,629	554,673
所有者权益	847,804	847,514	673,679	580,898
损益类				
营业收入	70,627	621,685	439,443	319,912
营业成本	58,270	565,261	377,731	297,530
管理费用	3,752	19,825	19,187	10,532
财务费用	13,923	43,917	31,337	7,410
营业利润	67	-923	4,782	2,019
营业外收支净额	92	22,571	15,995	10,631
利润总额	160	21,648	20,778	12,650
所得税	44	4,762	4,556	2,430
净利润	115	16,886	16,222	10,220
归属于母公司所有者净利润	-152	16,212	16,260	10,177
占营业收入比 (%)				
营业成本	82.50	90.92	85.96	93.00
管理费用	5.31	3.19	4.37	3.29

**附件 4 广西西江开发投资集团有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2015 年 3 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
财务费用	19.71	7.06	7.13	2.32
营业利润	0.10	-0.15	1.09	0.63
营业外收支净额	0.13	3.63	3.64	3.32
利润总额	0.23	3.48	4.73	3.95
净利润	0.16	2.72	3.69	3.19
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	3,126	98,338	56,843	5,309
投资活动产生的现金流量净额	-232,583	-410,718	-415,702	-211,844
筹资活动产生的现金流量净额	-2,215	584,620	438,264	341,114
<b>财务指标</b>				
EBIT	14,376	69,775	54,637	22,288
EBITDA	18,057	84,052	67,267	32,451
总有息债务	1,212,755	1,232,665	776,209	488,280
毛利率 (%)	17.50	9.08	14.04	7.00
营业利润率 (%)	0.10	-0.15	1.09	0.63
总资产报酬率 (%)	0.63	3.00	3.37	1.89
净资产收益率 (%)	0.01	1.99	2.41	1.76
资产负债率 (%)	63.06	63.58	58.48	50.71
债务资本比率 (%)	58.86	59.26	53.53	45.67
长期资产适合率 (%)	115.66	118.79	118.63	129.88
流动比率 (倍)	1.44	1.32	1.42	1.80
速动比率 (倍)	0.38	1.29	1.35	1.64
保守速动比率 (倍)	0.66	0.78	0.65	0.81
存货周转天数 (天)	42.05	18.10	34.72	26.41
应收账款周转天数 (天)	57.25	18.47	24.84	22.28
经营性现金净流/流动负债 (%)	0.48	16.33	16.16	2.97
经营性现金净流/总负债 (%)	0.21	8.10	7.35	1.26
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.22	1.03	1.30	0.26
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.01	0.73	1.25	1.09
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	1.27	0.88	1.54	1.59
现金比率 (%)	64.78	76.55	64.96	77.77
现金回笼率 (%)	90.54	102.16	110.36	96.61
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>3</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>4</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>3</sup> 一季度取 90 天。

<sup>4</sup> 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 6 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA** 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

**AA** 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

**A** 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

**BBB** 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

**BB** 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B** 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

**CCC** 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

**CC** 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

**C** 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级、**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

## 附件 7 短期债券信用等级符号和定义

**A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

**A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。

**A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

**B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。

**C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。

**D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。