



2025 年度广西西江开发投资集团有限公司信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20251537M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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 2025 年 6 月 3 日至 2026 年 6 月 3 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 3 日

评级对象	广西西江开发投资集团有限公司
主体评级结果	AA+/稳定
评级观点	<p>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，近年经济实力稳步增长，对自治区内企业的支持能力很强；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”）作为广西西江流域水运基础设施建设的重要主体，区域地位突出，与自治区的关联度高，过往受到的支持力度较大。中诚信国际预计，未来公司仍将维持重要的职能定位，保持多元化的业务布局；同时，需关注公司近年来经营持续呈亏损状态、财务杠杆处于高位且短期偿债压力较大等因素对其经营和信用状况造成的影响。</p>
评级展望	<p>中诚信国际认为，广西西江开发投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>
评级因素	<p>可能触发评级上调因素：公司地位显著提高，股东向公司注入大量的优质资产，公司资本实力显著增强，资产质量提升，盈利大幅增长且具备可持续性。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性大幅减少等。</p>
正面	
<ul style="list-style-type: none">■ 外部发展环境较好。广西作为沿海沿边区域，具有一定的区位优势，2024年实现地区生产总值28,649.40亿元，同比增长4.2%，区域经济实力持续增长，为公司发展提供较好的外部环境。■ 公司地位重要，持续获得股东及政府的支持。公司是广西西江流域水运基础设施建设重要的投融资主体，地位突出，近年来持续获得股东及政府的支持，2024年及2025年一季度股东港务集团均对公司增资3.00亿元，2022~2024年公司收到的广西自治区财政贴息金额分别为1.50亿元、2.00亿元和2.00亿元。	
关注	
<ul style="list-style-type: none">■ 公司经营持续呈亏损状态。近年受房地产市场行情影响，公司水泥销量及售价均有所下滑，导致收入占比最大的工贸板块盈利能力持续下降，同时物流板块和船闸板块持续呈亏损状态，加之高企的财务费用，2022~2024年公司净利润分别为-5.43亿元、-9.02亿元和-9.29亿元，需持续关注公司盈利能力的改善情况。■ 财务杠杆处于高位，且面临较大的短期债务压力。近年来公司财务杠杆水平处于高位，且随着债务规模的增长，财务杠杆水平持续抬升，截至2025年3月末，公司资产负债率为79.21%；且同期末，公司短期债务规模为94.80亿元，面临较大的短期偿债压力。	

项目负责人：魏 荣 rwei@ccxi.com.cn

项目组成员：武芳慧 fhwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

西江集团（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
资产总计（亿元）	486.84	487.10	488.05	495.57
经调整的所有者权益合计（亿元）	110.91	101.54	93.84	94.03
负债合计（亿元）	364.43	375.56	385.22	392.53
总债务（亿元）	244.34	265.98	283.20	293.67
营业总收入（亿元）	118.80	117.80	123.40	30.06
经营性业务利润（亿元）	-5.39	-7.15	-6.72	-2.93
净利润（亿元）	-5.43	-9.02	-9.29	-2.75
EBITDA（亿元）	13.20	9.35	10.55	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.48	6.10	8.69	-5.65
总资本化比率(%)	68.78	72.37	75.11	75.75
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.21	0.96	1.14	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年、2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，其他各期财务数据采用了各期财务报告期末数；2、将各期其他流动负债中的有息债务调整至了短期债务，将长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的有息债务调整至长期债务；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，特此说明；4、公司未提供合并口径 2025 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

同行业比较（2024 年数据）

项目	西江集团	广西旅游	河南自然资源
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	广西壮族自治区	广西壮族自治区	河南省
GDP（亿元）	28,649.40	28,649.40	63,589.99
一般公共预算收入（亿元）	1,837.32	1,837.32	4,398.90
所有者权益合计（亿元）	102.84	240.18	111.30
资产负债率（%）	78.93	58.88	65.54
净利润（亿元）	-9.29	1.09	2.55

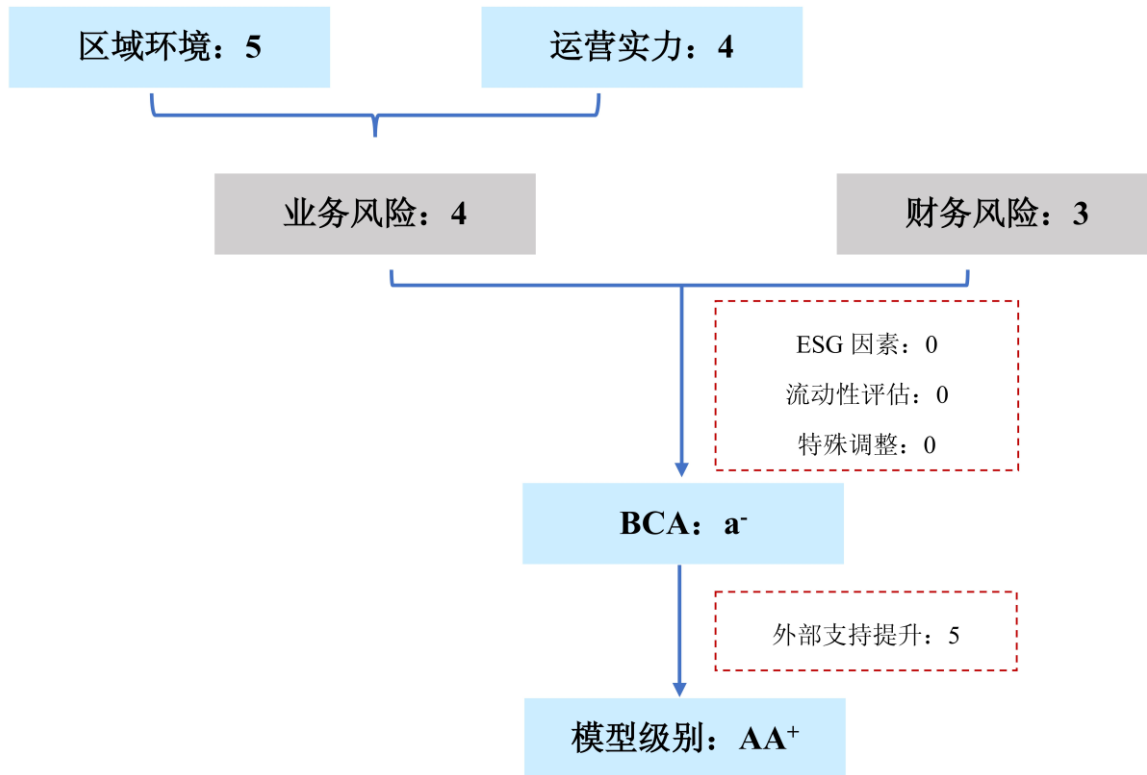
中诚信国际认为，广西壮族自治区与河南省的行政地位相当，均对当地平台企业具有很强的支持能力，西江集团与广西旅游、河南自然资源均为区域内重要的国资运营主体，当地政府对它们均有较强或强的支持意愿，但在同行业比较组中，公司权益规模较小，财务杠杆较高，业务盈利能力较弱，盈利能力的改善情况仍需关注。

注：广西旅游系“广西旅游发展集团有限公司”的简称；河南自然资源系“河南省自然资源投资集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

评级模型

广西西江开发投资集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2025_1)



注：

调整项： 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

个体信用状况 (BCA)： 中诚信国际认为，受营业毛利率持续下滑、财务费用支出较大等因素影响，公司近三年经营持续呈亏损状态，导致公司资本实力有所下降，公司个体信用状况由 a 调整至 a⁻。

外部支持： 广西壮族自治区潜在支持能力很强，对公司的支持意愿较强，主要体现在广西自治区区域经济实力持续增强；西江集团作为广西西江流域重要的水运基建主体，战略地位突出，与自治区政府的关联度高，过往受到的支持力度较大，自治区政府对其支持意愿较强。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论： 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

评级对象概况

公司成立于 1999 年 6 月，是广西重要的水运基础设施建设主体，主要承担自治区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，从事与广西内河有关的港口、码头、水运、商贸物流、产业园区等相关产业的投资及管理业务等。截至 2025 年 3 月末，公司注册资本为 57.06 亿元，实收资本为 72.01 亿元，广西北部湾国际港务集团有限公司（以下简称“港务集团”）持有公司 100% 股权，为公司唯一股东，公司实际控制人为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西自治区国资委”）。

表 1：截至 2024 年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 2024 年末			2024 年	
			总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
广西北部湾陆海新能源股份有限公司	陆海新能	99.69	74.94	56.58	24.50	10.32	3.51
广西航桂实业有限公司	航桂实业	100.00	37.66	19.05	49.43	65.06	-1.02
广西鱼峰集团有限公司	鱼峰集团	100.00	96.67	35.45	63.33	26.05	-4.70
广西北港西江港口有限公司	西江港口	100.00	90.72	28.94	68.11	8.42	-2.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

2025 年一季度，中国经济延续去年四季度以来的筑底企稳态势，实际 GDP 同比增长 5.4%，名义 GDP 同比增长 4.59%，名义 GDP 增速依然低于实际增速。供需两端均呈现积极改善，工业生产总体维持韧性，新动能表现亮眼，装备制造业和高技术制造业维持两位数增长；“两新两重”政策效应持续释放，消费市场延续回暖，消费电子、汽车、家电支撑社零表现；投资开局良好，广义基建投资同比增长 11.5%，制造业投资增速维持在 9% 以上，地产投资降幅收窄。尽管近期中美关税博弈升级对我国出口形成较大冲击，但一季度出口增速超预期反弹、贸易伙伴多点开花，凸显外贸韧性。

中诚信国际认为，在中美关税博弈升级下，外部环境不确定性显著上升，出口或持续承压，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、重点领域风险化解仍在推进、供需失衡下价格水平整体低迷等问题尚存，全年实现 5% 左右的增长目标压力有所加大。但也要看到中国经济的强大韧性与潜力，中国经济继续保持稳中有进的态势有多重支撑：一是创新动能不断增强。今年以来，以 Deepseek 为代表的多项科技创新成果涌现，中国在量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。二是内需潜力不断释放。随着“两新两重”政策效应持续释放、提振消费专项行动加快落地落实、服务消费供给不断完善，终端消费的改善将得到有力推动。三是政策空间充足、政策工具箱储备丰富。二季度是重要的政策窗口期，或将出台更多增量政策以对冲关税冲击。财政政策方

面，2025 年中国预算赤字率首度提高至 4%，广义赤字规模接近 14 万亿，后续赤字、专项债、特别国债等均可视情况进一步扩张；财政支出结构进一步优化，更加注重惠民生、促消费、增后劲，为经济增长蓄力赋能。货币政策方面，适度宽松的基调下，降准降息、结构性货币政策等工具仍有充分调整余地，后续还可创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。四是高水平对外开放稳步扩大。近年来，通过优化外贸结构、提升贸易便利化水平以及深化与“一带一路”沿线国家的合作，中国的外贸朋友圈持续扩大并日渐稳固，应对短期冲击的能力显著增强。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年二季度中国 GDP 增速将在 4.9% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

详见《[一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础](#)》，[报告链接](#)

https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

2025 年一季度以来，基础设施投融资（以下简称“基投”）行业的政策一方面延续了 2024 年“一揽子化债”政策“控制新增、化解存量”的总体思路，通过规范政府及基投资企业举债融资行为，推动区域和基投行业债务风险化解；另一方面强调发展中化债，通过规范基金投资、推动专项债支持基础设施投资、发行审核端协同配合等政策支持基投资企业转型与高质量发展，整体上明确化债与发展齐头并进的步调。

“一揽子化债”政策背景下，化债为基调，发展为方向，基投资企业掀起转型潮流，专项债支持基投资企业项目投资和处置低效资产，释放流动性。2025 年一季度以来，化债资金持续到位，基投资企业短期偿债压力有所缓解，同时基投债净融资规模有所收缩，非标逐渐被银行借款置换，融资渠道持续调整优化。基投资企业边际流动性持续改善，债券融资成本延续下降趋势。但部分省份非标舆情持续暴露，仍需关注剩余高息债务置换进度。

展望未来，基于当前宏观政策取向，2025 年基投行业相关政策预计延续“控增化存”主基调，持续推进存量政策逐步落实，动态调整增量政策适时出台，基投行业债务风险整体仍相对可控。“化债与发展并重”的工作思路下，新的投资空间或可打开，基投资企业仍有望在重点投资领域及产业投资方面发力，且需更加关注投资效益。同时应关注，化债走向纵深面临的融资渠道继续收紧，基投债“资产荒”或将持续；基投资企业基本面改善之前，仍需警惕非标置换进度及负面舆情演绎趋势；基投资企业转型后带来的政企关系变化影响亦需持续关注。

详见《[基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望](#)》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

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，2024 年北部湾港完成货物吞吐量 4.5 亿吨、集装箱吞吐量 901.5 万标箱，分别比上年增长 2.0%、12.4%，吞吐量连续四年位居全国沿海港口“双前十”。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。2024 年，广西实现地区生产总值（GDP）28,649.40 亿元，同比增长 4.2%，在全国位列第 19 位。其中第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 16.5%、32.5%和 51.0%，增速分别为 4.3%、5.5%和 3.3%，按常住人口计算，全年人均 GDP5.71 万元。2024 全年固定资产投资同比下降 3.2%，其中基础设施投资下降 1.8%。

表 2：2024 年全国各省（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	1,349,084	--	95,749	--	219,702	--
广东省	141,633.81	1	11.11	7	13,533.27	1
江苏省	137,008.00	2	16.07	3	10,038.16	2
山东省	98,565.80	3	9.78	11	7,711.50	5
浙江省	90,131.00	4	13.56	5	8,705.61	3
四川省	64,697.00	5	7.73	17	5,635.08	7
河南省	63,589.99	6	6.49	25	4,398.90	8
湖北省	60,012.97	7	10.28	9	3,937.05	11
福建省	57,761.02	8	13.79	4	3,614.64	12
上海市	53,926.71	9	21.74	2	8,374.20	4
湖南省	53,231.00	10	8.12	14	3,448.90	14
安徽省	50,625.00	11	8.27	13	4,041.21	10
北京市	49,843.10	12	22.80	1	6,372.68	6
河北省	47,526.90	13	6.44	26	4,310.05	9
陕西省	35,538.77	14	8.99	12	3,393.08	15
江西省	34,202.50	15	7.59	19	3,066.60	17
辽宁省	32,612.70	16	7.82	16	2,905.80	18
重庆市	32,193.15	17	10.09	10	2,595.36	19
云南省	31,534.10	18	6.76	23	2,193.23	21
广西壮族自治区	28,649.40	19	5.71	29	1,837.32	24
内蒙古自治区	26,314.60	20	11.00	8	3,150.30	16
山西省	25,494.69	21	7.38	22	3,541.74	13
贵州省	22,667.12	22	5.87	28	2,169.62	22
新疆维吾尔自治区	20,534.08	23	7.87	15	2,408.92	20
天津市	18,024.32	24	13.21	6	2,133.68	23
黑龙江省	16,476.90	25	5.38	30	1,452.05	25
吉林省	14,361.22	26	6.20	27	1,191.40	26
甘肃省	13,002.90	27	5.28	31	1,051.40	27
海南省	7,935.69	28	7.59	18	890.46	28
宁夏回族自治区	5,502.76	29	7.55	20	516.53	29
青海省	3,950.79	30	6.66	24	370.54	30
西藏自治区	2,764.94	31	7.52	21	277.20	31

注：截至 2025 年 5 月 9 日，黑龙江省未公布 2024 年人均 GDP 及常住人口数据，根据 2023 年常住人口数据估算。

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，2024 年，广西实现一般公共预算收入 1,837.32 亿元，同比增长 3.0%，其中地方税收收入完成 1,088.98 亿元，税收收入占比为 59.27%。2024 年，广西公共财政平衡率仍低于 30%，财政自给力较低，依赖于上级转移支付。同期，广西实现政府

性基金预算收入 715.15 亿元，较上年下降 18.79%，主要系受房地产市场下行，国有土地出让收入减少所致。债务方面，广西政府债务规模持续增长，但尚处债务限额以内。

表 3：近年来广西地方经济财政实力

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
GDP (亿元)	26,300.87	27,202.39	28,649.40	6,833.92
GDP 增速 (%)	2.9	4.1	4.2	5.8
人均 GDP (万元)	5.22	5.40	5.71	--
固定资产投资增速 (%)	0.1	-15.5	-3.2	5.4
一般公共预算收入 (亿元)	1,687.72	1,783.80	1,837.32	--
其中：税收收入 (亿元)	930.37	1,081.99	1,088.98	--
政府性基金收入 (亿元)	1,111.27	880.66	715.15	--
公共财政平衡率 (%)	28.64	29.23	28.33	--
地方政府债务余额 (亿元)	9,714.16	11,551.50	13,146.56	--
负债率 (%)	36.93	42.47	45.89	--

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%；负债率=政府债务余额/GDP*100%。

资料来源：广西统计公报、财政预决算报告、政府工作报告，中诚信国际整理

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。2022 年以来，广西下属地市出现土地资产注销、票据逾期、非标涉诉、监管处罚等负面舆情，地市级债券发行数量及规模显著下降，部分区域债券市场融资成本较高，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。2023 年“35 号文”以来，随着金融机构支持力度的增大，广西融资环境整体有所改善，发行成本有所下降，但在全国仍处于偏高水平，2024 年下辖部分地市短期债务偿付压力仍然很大，需持续关注其债务偿还情况。

运营实力

中诚信国际认为，公司作为广西西江流域水运基础设施建设的重要主体，承担了多个内河港口、船闸等重要的基础设施项目的建设任务，同时公司控股多个水电站，业务竞争力强；公司形成了港口板块、能源板块、物流板块、工贸板块、建设开发板块、船闸板块等多元化的业务布局，各业务运营模式相对稳定、多项业务具有很强的区域专营性，业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，风电项目待投资规模较大，面临较大的资本支出压力；近年受房地产市场行情影响，公司水泥售价有所下滑，工贸板块盈利能力持续下降；物流板块和船闸板块持续呈亏损状态，后续需持续关注公司盈利能力的改善情况。

表 4：2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
港口板块	2.77	2.33	-0.52	3.44	2.92	7.74	3.75	3.04	15.69	0.80	2.66	3.75
物流板块	3.52	2.96	-9.99	4.00	3.40	-2.41	4.32	3.50	-2.06	1.21	4.02	-6.19
工贸板块	98.81	83.17	6.38	97.25	82.55	5.20	101.46	82.22	2.59	25.76	85.69	2.85
建设开发板块	1.68	1.42	34.69	2.91	2.47	35.78	1.08	0.88	88.43	0.12	0.41	85.35
能源板块	9.90	8.33	50.03	8.15	6.92	52.44	10.51	8.52	55.00	1.70	5.66	53.62
金融板块	0.60	0.50	99.36	0.43	0.37	100.00	0.46	0.38	100.00	0.16	0.53	99.73
船闸板块	1.52	1.28	-13.22	1.62	1.37	-14.82	1.81	1.46	-33.70	0.31	1.03	-42.72

合计/综合	118.80	100.00	9.99	117.80	100.00	9.12	123.40	100.00	7.88	30.06	100.00	5.76
-------	--------	--------	------	--------	--------	------	--------	--------	------	-------	--------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

港口板块

公司港口业务具有区域专营性，业务竞争力强，目前在建项目量仍较充足，业务稳定性和可持续性较强；但该业务属于长线投资，投资回收期限较长，且公司港口运营起步较晚，整体盈利能力有待提升。

公司港口业务主要由广西西江开发投资集团崇左投资有限公司、广西百色西江投资发展有限公司、广西来宾市西江投资有限公司、广西贵港市西江投资有限公司、广西柳州北港西江港务有限公司等多家子公司负责，建设各地市的港口项目，建设资金主要依靠对外融资、公司自有资金及部分财政资金，待项目建成之后由公司负责项目运营，为西江流域提供港口物流服务，收取相关费用。公司港口码头实行服务一体化经营模式，具体业务包括港口码头场地业务、货物归配堆业务、装卸搬运业务、仓储运输包装业务等，可为客户提供专业一体化服务；同时，公司亦大力发展港口服务业务，如港口出租房屋业务、港口建材贸易业务、港口租车业务等。截至 2025 年 3 月末，公司投入运营的港口共 23 个，主要包括贵港港、来宾港、梧州港、百色港、崇左港、河池港、柳州港、南宁港等。

2022~2024 年，公司港口板块分别实现营业收入 2.77 亿元、3.44 亿元和 3.75 亿元，规模持续增长，但由于港口业务属于长线投资，投资回收期限较长，且公司港口运营起步较晚，目前还处于市场培育初期，板块整体盈利能力有待提升。

在建项目方面，截至 2025 年 3 月末，公司主要在建港口项目 6 个，计划总投资 35.64 亿元，已完成投资 20.73 亿元，尚需投资 14.91 亿元，投资压力一般。

表 5：截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	累计已投资	尚需投资	资金来源
苏湾作业区一期工程	8.21	4.25	3.96	银行贷款、财政补助、地方政府
江口作业区一期工程	6.89	5.09	1.80	银行贷款、财政补助、地方政府
牛湾物流园区项目	3.96	2.89	1.07	银行贷款、财政补助、地方政府
百色港田阳头塘作业区项目	5.65	3.74	1.91	银行贷款、财政补助、地方政府
东山多用途泊位工程	2.83	0.74	2.09	暂时停建
百色港田东祥周作业区项目	8.1	4.02	4.08	银行贷款、财政补助、地方政府
合计	35.64	20.73	14.91	--

注：实际总投资会根据项目情况进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物流板块

公司物流板块以港口为依托，在西江流域具有一定的竞争力，近年收入规模稳步增长，目前仍呈亏损状态，但亏损规模逐年收窄。

公司物流板块主要由广西兴桂船运有限公司、广西润桂船运有限责任公司等负责。公司主要利用西江流域的优势，建立以港口为依托的物流基地，通过提供综合物流服务和船舶运输服务，公司物流业务在西江流域具有一定的竞争力。截至 2024 年末，公司共有船舶 115 艘，合计运力 14.94

万吨，平均载重 1,299.08 吨。目前公司客户主要为华润集团，运输的货物以水泥、熟料、煤炭等为主，运输价格的定价模式一般采用每年与华润集团商议定价的模式，结算方式为每完成一次结算一次。2022~2024 年公司物流业务分别实现营业收入 3.52 亿元、4.00 亿元和 4.32 亿元，同期毛利率分别为-9.99%、-2.41%和-2.06%，因业务毛利率较低且成本居高位导致经营呈亏损状态，但随着近年货物运输量的增长，公司亏损规模呈逐年收窄趋势。随着当前及今后一段时期沿江产业布局和重大产业项目的快速发展，公司物流板块业务的盈利情况有望逐步改善。

表 6：截至 2024 年末公司运营船舶运力情况

公司名称	船舶数量（艘）	船舶运力（吨）	平均载重（吨）
西江港口	6	5,136.00	856.00
广西兴桂船运有限公司	29	45,772.00	1,578.34
广西润桂船运有限责任公司	80	98,486.00	1,231.08
合计	115	149,394.00	1,299.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工贸板块

工贸板块为公司最主要收入来源，近年来收入呈波动增长趋势，但近年受房地产市场行情影响，公司水泥售价有所下滑，导致该业务毛利率水平持续下降，盈利能力有待提升。

工贸板块为公司目前主要收入来源，分为工业板块和贸易板块，其中工业板块主要由鱼峰集团、桂林漓佳金属有限责任公司等负责，贸易业务主要由航桂实业和西江港口等负责经营。2022~2024 年，公司分别实现工贸板块营业收入 98.81 亿元、97.25 亿元和 101.46 亿元，毛利率分别为 6.38%、5.20%和 2.59%。该板块收入呈波动增长趋势，但近年受房地产市场行情影响，公司水泥售价有所下滑，毛利率水平持续下降。

工业板块方面，鱼峰集团位于柳州，前身为柳州水泥厂，是华南地区最具竞争实力的水泥制造企业之一。鱼峰集团目前下辖 9 个熟料水泥生产基地，11 条熟料生产线，2 个粉磨生产基地和 7 个混凝土生产单元，专业从事熟料、水泥、矿粉、砂石骨料、水泥制品和混凝土的生产和销售，年水泥产能逾 2,300 万吨。截至 2024 年末，鱼峰集团总资产为 96.67 亿元，资产负债率 63.33%，2024 年实现营业总收入 26.05 亿元，实现净利润-4.70 亿元，受宏观经济和房地产市场低迷等因素影响销量不佳，同时煤炭价格居于高位导致成本较高，2024 年仍呈亏损状态。

贸易业务方面，公司贸易品种较多元，包括水泥、有色金属、煤炭、农产品、油品等。业务模式上，公司一般先与下游客户签订购销合同，部分合同采用收取履约保证金方式，在确定下游客户所需的采购量后，公司会依据一家或多家下游客户的采购量与上游供应商统一签订采购协议。采购结算方面，为防范交易风险，当上游供应商为民企时，公司一般采取先货后款模式，当下游客户为民企时，采取先款后货模式；当上下游为国企时，可以根据实际情况适当给予预付款或一定期限的赊销。2024 年公司主要供应商有南宁供应链集团有限责任公司、江西铜业（深圳）国际投资控股有限公司、广西新联湾供应链管理有限公司等企业，前五大供应商占比较小，公司主要客户有广西福地产业投资有限公司、广西福地供应链管理有限公司和广西润锋投资有限公司，前五大客户占比亦较小，公司供应商渠道和销售渠道较丰富。

表 7：2022~2024 年公司主要工贸产品收入及毛利率情况

产品名称	2022		2023		2024	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
矿产品	0.00	0.87	0.001	20.91	0.0005	20.79
农产品	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
钢材	0.19	1.42	0.45	1.69	0.32	2.00
水泥相关产品	36.93	10.95	28.71	11.27	29.59	2.17
油品	0.74	3.55	1.16	2.48	1.16	1.59
煤炭	24.09	1.58	11.56	2.97	13.25	1.57
有色金属	32.33	0.42	52.50	2.13	53.79	2.39
其他	4.52	16.55	2.85	11.31	3.35	13.89
合计	98.81	6.38	97.25	5.20	101.46	2.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2024 年公司工贸业务前五大供应商及客户情况（亿元、%）

供应商名称	贸易品种	采购金额（不含税）	占采购总额比例
南宁供应链集团有限责任公司	有色金属	6.82	6.90
江西铜业（深圳）国际投资控股有限公司	有色金属	6.8	6.88
广西新联湾供应链管理有限公司	有色金属	6.01	6.08
广西国倡供应链有限公司	有色金属	5.11	5.17
江西润泰新材料科技有限公司	有色金属	2.91	2.94
合计	--	27.65	27.98
客户名称	贸易品种	销售金额（不含税）	占销售总额比例
广西福地产业投资有限公司	有色金属	11.93	11.76
广西福地供应链管理有限公司	有色金属	10.81	10.65
广西润锋投资有限公司*	有色金属	9.04	8.91
广西平陆运河资源开发有限公司	水泥	4.51	4.45
广西北港新材料有限公司*	有色金属	3.41	3.36
合计		39.70	39.13

注：1、带有*的企业为民企；2、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

能源板块

公司能源板块以水利发电和光伏发电为主，业务具有一定的区域专营性，是公司收入和现金流的重要来源，2024 年受益于来水情况较好及郁江电厂建成运营，当年能源板块收入同比有所增加。但公司风电项目待投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

公司能源板块的经营主体为子公司陆海新能，以水力发电和光伏发电业务为主。2022~2024 年，公司能源板块分别实现营业收入 9.90 亿元、8.15 亿元和 10.51 亿元，以水力发电收入为主，其中 2023 年因来水情况不佳，收入规模有所下降，2024 年受益于来水情况较好及郁江电厂建成运营，当年能源板块收入同比有所增加。

表 9：公司近年能源板块经营情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.1-3
水力发电	7.22	5.60	7.79	1.09
光伏发电	2.68	2.55	1.98	0.34
储能	--	--	0.74	0.27
合计	9.90	8.15	10.51	1.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水力发电方面，公司采取“航电结合、以电促航”的经营模式，将航运枢纽和水力发电结合在一起。2024 年，公司控股水利枢纽电站分别实现发电量和上网电量 312,257.21 万千瓦时和 304,156.00 万千瓦时，同比均有所增加，主要系当年来水情况较好及郁江电厂建成投入运营。截至 2025 年 3 月末，公司共控股 11 座水利枢纽电站，装机容量共计 74.36 万千瓦，装机数量共计 34 台，同期末，公司无在建及拟建的水电项目。

表 10：截至 2025 年 3 月末公司控股水利枢纽电站情况（万千瓦，台，%）

电站名称	所在河流	总装机容量	总装机数量	持股比例
桂平航运枢纽电站	郁江	4.65	3	100.00
贵港航运枢纽电站	郁江	12.00	4	100.00
鱼梁航运枢纽电站	右江	6.00	3	100.00
那吉航运枢纽电站	右江	6.60	3	100.00
桂柳水电站（大埔水利枢纽工程）	融江	9.00	3	84.53
红花水电站	柳江	22.80	6	96.47
尧弄水电站	维洞河	1.00	2	70.00
响水洞电站	维洞河	1.00	2	70.00
龙颈电厂	澄江河	0.81	3	70.00
古顶电站	融江	8.00	4	95.40
郁江电厂	郁江	2.50	1	100.00
合计	--	74.36	34	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：2022~2024 年公司控股水利枢纽电站运营情况

项目	2022	2023	2024	
桂平航运枢纽电站	设计平均利用小时数（小时/年）	5,631.58	6,750.54	4,756.60
	发电量（万千瓦时）	26,186.86	31,390.00	22,750.40
	上网电量（万千瓦时）	25,443.47	30,497.21	22,118.19
贵港航运枢纽电站	设计平均利用小时数（小时/年）	5,797.36	4,685.95	4,684.09
	发电量（万千瓦时）	69,568.32	56,231.34	58,616.21
	上网电量（万千瓦时）	66,943.30	53,435.29	56,209.06
那吉航运枢纽电站	设计平均利用小时数（小时/年）	4,045.86	2,488.95	4,740.96
	发电量（万千瓦时）	26,702.67	16,427.04	32,655.84
	上网电量（万千瓦时）	25,656.97	15,828.79	31,290.34
鱼梁航运枢纽电站	设计平均利用小时数（小时/年）	3,967.32	2,601.59	4,710.53
	发电量（万千瓦时）	23,803.92	15,609.51	28,846.60
	上网电量（万千瓦时）	23,318.33	15,254.13	28,263.18
桂柳水电站（大埔水利枢纽工程）	设计平均利用小时数（小时/年）	4,093.24	3,048.65	4,687.53
	发电量（万千瓦时）	36,839.20	27,437.90	42,751.30
	上网电量（万千瓦时）	32,326.13	27,026.03	42,187.75
红花水电站	设计平均利用小时数（小时/年）	3,293.79	2,284.92	3,619.33
	发电量（万千瓦时）	75,098.50	52,096.20	84,252.30
	上网电量（万千瓦时）	73,376.74	50,857.24	82,520.69
龙颈电厂	设计平均利用小时数（小时/年）	1,993.12	1,206.28	1,651.78
	发电量（万千瓦时）	1,614.43	977.09	1,337.94
	上网电量（万千瓦时）	1,614.00	977.09	1,337.94
响水洞电站	设计平均利用小时数（小时/年）	3,272.13	3,062.18	4,252.75
	发电量（万千瓦时）	3,272.13	3,062.18	4,294.96
	上网电量（万千瓦时）	3,244.36	3,030.55	4,252.75
尧弄水电站	设计平均利用小时数（小时/年）	3,208.92	2,613.42	3,866.93
	发电量（万千瓦时）	3,208.92	2,613.42	3,929.67
	上网电量（万千瓦时）	3,161.24	2,572.36	3,866.92
古顶水电站	设计平均利用小时数（小时/年）	3,059.50	2,063.57	3,469.98
	发电量（万千瓦时）	24,476.03	16,508.56	28,366.79

	上网电量（万千瓦时）	23,942.15	16,127.46	27,759.83
郁江电厂	设计平均利用小时数（小时/年）	--	--	1,782.08
	发电量（万千瓦时）	--	--	4,455.20
	上网电量（万千瓦时）	--	--	4,349.35
合计	发电量（万千瓦时）	290,770.98	222,353.24	312,257.21
	上网电量（万千瓦时）	279,026.69	215,606.15	304,156.00

注：1、加总数与合计数不一致系四舍五入所致；2、设计平均利用小时数每年会根据实际情况进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

光伏发电方面，截至 2025 年 3 月末，公司拥有 16 个并网自营光伏电站，合计装机容量为 33.52 万千瓦时。2024 年，公司自营光伏电站发电量合计为 32,680.29 万千瓦时，上网电量合计为 32,393.15 万千瓦时，发电平均上网率为 99.12%，维持较高水平；公司光伏发电上网电价为 0.42~1.00 元/千瓦时，发电成本约为 0.31 元/千瓦时。

表 12：截至 2025 年 3 月末公司光伏电站项目情况（万千瓦、万元、元/度）

项目名称	所在地区	总装机容量	项目总投资	并网时间	含税电价
广西百色市田阳县那吉光伏并网发电项目	百色	1.00	9,070.00	2015.09.30	1.00
广西陆川县 35MWp 光伏发电项目一期 25MWp	玉林	2.50	19,532.86	2016.11.28	0.98
广西防城港市港口区光坡镇 80MWp（一期 60MWp）渔光互补光伏发电项目	防城港	6.00	46,002.93	2017.06.30	0.975
广西防城港市港口区光坡镇 80MWp（一期续建 20MWp）渔光互补光伏发电项目	防城港	2.00	6,985.84	2020.12.30	0.4207
广西来宾市象州县 150MWp（一期 60MWp）光伏发电项目	来宾	6.00	40,238.05	2017.06.30	0.98
广西来宾市象州县 150MWp（二期 20MWp）光伏并网发电项目	来宾	2.00	12,285.54	2018.06.27	0.83
广西右江鱼梁库区里拉沟水面光伏项目	百色	3.00	19,009.79	2018.06.30	0.85
广西右江鱼梁库区甘莲沟 18MW 光伏大棚项目	百色	1.80	12,655.13	2018.06.21	0.85
广西融水县古顶光伏发电项目	柳州	2.00	6,123.00	2021.03.31	0.4235
广西农垦国有明阳农场光伏农业大棚一期（50MWp）工程	南宁	5.20	38,416.24	2015.12.18	0.9171
柳东物流中心分布式光伏项目	柳州	0.50	1,693.55	2022.09.09	0.4207
北海铁山港分布式光伏发电项目一期工程	北海	0.50	1,240.35	2023.04.28	0.5072
象州能源（南宁物流园）	南宁	0.54	2,616.48	2024.06.28	自用：0.60；余电：0.4207
西江环境能源（贵港港南）	贵港	0.20	3,861.18	2024.06.27	自用：0.5491
钦州新能（钦州港码头）	钦州	0.18	2,220.24	2024.12.26	自用：0.4737
西江环境能源（防城港码头）	防城港	0.10	1,240.35	2024.12.26	自用前两年：0.47；两年后：0.4207；余电：0.4207
合计	--	33.52	223,191.53	--	--

注：1、项目总投资为可行性研究报告中的预计总投资；2、光伏项目参与市场化交易，电价根据市场行情变化。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

电费结算方式方面，光伏发电电费中政府拨付的可再生能源补贴部分占比较大。根据财政部、国家发改委、国家能源局 2018 年 6 月 11 日公布的《关于公布可再生能源电价附加资金补助目录（第七批）的通知》（财建[2018]250 号）文件，公司子公司西江环境能源公司的 1 万千瓦那吉光伏电站和广西鼎旭同辉农业投资有限公司 5 万千瓦鼎旭光伏电站已纳入第七批补贴目录，2022~2024

年分别获得电费补贴 0.03 亿元、0.11 亿元和 0.09 亿元。第八批补贴公司正在申请之中，目前尚未批复。

2024 年公司新增了风电项目，建设资金来源于公司自有资金和银行贷款，截至 2025 年 3 月末，公司有 4 个在建的风电项目，项目总投资约 43.21 亿元，尚需投资约 40.98 亿元，同期末，公司还有武鸣太平风电场项目拟建项目，该项目预计总投资约 6.59 亿元，公司在建及拟建的风电项目待投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

表 13：截至 2025 年 3 月末公司在建风电项目情况（兆瓦、万千瓦时、万元）

项目名称	所在地区	设计总装机容量	建设周期	设计上网电量	项目总投资	已投资	资金来源
马山林圩风电项目	马山县	200	540 天	44,220.00	134,501.75	13,850.06	自有资金、银行贷款
兴宾桥巩风电场一期项目	来宾市兴宾区	150	365 天	31,727.00	103,350.39	1,031.12	自有资金、银行贷款
良庆那马风电场项目	良庆区那马镇、那陈镇等一带	100	450 天	20,235.00	64,944.30	7,333.80	自有资金、银行贷款
覃塘大岭风电	贵港市覃塘区覃塘大岭乡	200	510 天	36,912.3	129,315.06	53.13	自有资金、银行贷款
合计	--	--	--	--	432,111.50	22,268.11	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：截至 2025 年 3 月末公司拟建风电项目情况（兆瓦、万千瓦时、万元）

项目名称	所在地区	设计总装机容量	拟建设周期	设计上网电量	预计总投资	资金来源
武鸣太平风电场项目	武鸣区	100	12 个月	21,200	65,920.68	自有资金、银行贷款
合计	--	--	--	--	65,920.68	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

船闸板块

船闸板块对公司营收形成了一定补充，近年来船闸收入呈增长趋势，但该业务公益属性较强，持续呈亏损状态，政府给予了公司财政贴息支持，需关注未来补贴的到位情况。

船闸板块由广西西江开发投资集团船闸运营管理分公司（以下简称“船闸运营管理分公司”）负责，主要系对西江流域船闸的运营管理，包括西江流域梯级船闸的联合调度、船闸运营管理维护，保障船闸安全畅通；以及其他单位对西江流域的船闸建设组成。船闸运营管理分公司已实现了长洲、桂平、贵港、西津、邕宁、老口、金鸡滩、鱼梁、那吉、红花、桥巩、大藤峡等 12 个梯级 19 座船闸的统一管理、联合调度，全面建成西江流域船闸联合调度系统。收费标准为 0.60 元/总吨次，2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，公司船闸过货量分别为 2.81 亿吨、3.28 亿吨、3.92 亿吨和 0.74 亿吨，分别实现船闸收入 1.52 亿元、1.62 亿元、1.81 亿元和 0.31 亿元，近年来船闸收入呈增长状态，但该业务持续呈亏损状态，2024 年公司 3 座船闸由在建工程转入固定资产，当年开始计提折旧，导致毛利率大幅下滑。

公司的船闸项目的公益效应大于经济效应，为了弥补公司运营船闸业务的成本，政府通过以下三种方式对其进行补助：（1）根据 2013 年广西人民政府下发的政府令 92 号文《广西壮族自治区船

闸管理办法》，通航河流上修建的船闸经广西人民政府批准后可收取船闸过闸费。公司船闸业务收入主要来自船闸过闸费。根据桂价费〔2015〕19 号文，通行桂平航运枢纽船闸的各类船舶不分空载和重载，均按照《内河船舶吨位证书》记载的总吨位收取船舶过闸费，收费标准为 1 元 / 总吨次，暂按 0.6 元 / 总吨次执行；（2）公司船闸的建设成本，由交通部提供部分建设资金，计入对公司的资本公积中，其余部分由地方自筹；（3）广西壮族自治区财政厅不定期对公司建设运营的利息支出进行补助，冲减财务费用。2022~2024 年公司收到的自治区财政贴息金额分别为 1.50 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元。

财务风险

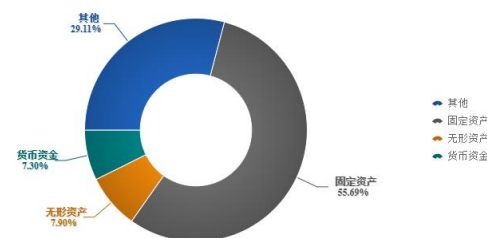
中诚信国际认为，近年来公司资产规模持续增长，但以港口、船闸、水力和光伏电站等非流动资产为主，资产流动性较弱；公司债务规模逐年增长，财务杠杆处于较高水平，短期债务占比波动下降，但仍面临较大的短期偿债压力；近年来公司经营持续呈亏损状态，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力呈波动下降趋势，需关注公司后续经营情况。

资本实力与结构

近年来公司资产规模持续增长，以港口、船闸、水力和光伏电站等非流动资产为主，资产流动性较弱；港口、发电及船闸业务能为公司带来一定的现金流，但收益能力较弱，公司整体资产质量一般；公司债务规模逐年增长，财务杠杆水平持续抬升，资本结构有待优化。

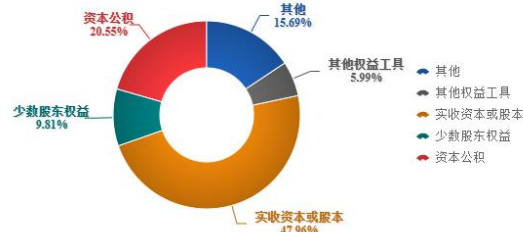
作为广西西江流域重要的港口建设、水利电站建设及运营管理主体，公司承担了较大规模的项目建设，随着项目投资推进，公司总资产及总债务呈逐年上升趋势，但财务杠杆亦处于高水平。公司目前业务包括港口、物流、工贸、能源等板块，资产主要由上述业务形成的固定资产、在建工程、无形资产和货币资金等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，非流动资产占总资产的比重超 80%。具体来看，公司固定资产主要为经营的船闸、港口等资产，为公司资产的最主要构成，2025 年 3 月末占公司总资产的比重达 55.69%，2024 年固定资产规模同比略有增长，主要系部分港口、船闸等项目完工后由在建工程转入固定资产所致。在建工程主要为在建的港口、枢纽和船闸等项目，近三年逐年下降主要系降柳州港鹿寨港区江口作业区一期等港口项目完工后转入固定资产所致；无形资产以土地使用权为主，规模变动不大。同时，公司账面保有一定货币资金用于经营周转，同期末公司货币资金为 36.17 亿元，其中 1.64 亿元系保证金受限。总体来看，公司港口和船闸项目形成的固定资产和在建工程等非流动资产占比大，公司资产流动性较弱，收益性较弱，公司整体资产质量一般。

图 1：截至 2025 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 2025 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近三年公司所有者权益规模持续下降，主要系近年来经营性业务利润持续呈亏损状态，截至 2024 年末公司未分配利润下降至-23.50 亿元，2025 年 3 月末公司资本实力略有提升，主要系当期公司收到了股东 3.00 亿元注资。由于公司债务规模持续扩张，财务杠杆持续抬升，截至 2025 年 3 月末公司资产负债率达到 79.21%，总资本化比率达到 75.75%。随着项目建设的持续推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，预计公司财务杠杆率预计仍将处于高水平，公司资本结构有待优化。

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2022	2023	2024	2025.3
总资产	486.84	487.10	488.05	495.57
非流动资产占比	80.41	83.56	82.28	81.29
经调整的所有者权益合计	110.91	101.54	93.84	94.03
资产负债率	74.86	77.10	78.93	79.21
总资本化比率	68.78	72.37	75.11	75.75

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量尚可，近年来经营活动现金净流入规模波动较大，持续对港口、能源等项目的投资导致公司投资活动现金流持续呈净流出状态，经营发展对外部融资存在较高依赖性，需持续关注融资监管政策变化对公司再融资能力的影响。

公司营业收入主要来源于工贸、能源、物流及港口业务，2024 年公司收入规模同比增长约 4.75%，业务回款保持稳定，收现质量尚可。

公司经营活动现金流主要受上述业务现金收付及往来款收支的影响，2023 年公司经营活动现金流净流入规模大幅减少，主要系公司当年经营业务支出较多，同时收到的往来款大幅减少所致；2024 年公司经营业务产生的净现金流入同比有所增长，当年经营活动现金净流入规模同比略有增长。近年来公司投资活动现金流呈净流出状态，但对港口及能源项目的投入力度逐渐减弱，投资活动现金流缺口持续收缩。公司筹资活动现金流主要受外部融资和债务偿付的影响，2023 年及 2024 年呈小幅流出状态，2025 年一季度公司对外融资规模比偿债规模较大，当期转为净流入状态。整体来看，公司经营发展对外部融资的依赖性较高，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化对公司融资的影响。

表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营活动产生的现金流量净额	16.48	6.10	8.69	-5.65
投资活动产生的现金流量净额	-17.13	-13.60	-4.38	-3.88
筹资活动产生的现金流量净额	1.22	-0.81	-1.03	13.89
现金及现金等价物净增加额	0.57	-8.31	3.27	4.37
收现比	1.01	1.05	1.02	0.90

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务结构以长期债务为主，短期债务占比波动下降但仍有待持续优化，面临较大的短期偿债压力；公司盈利能力较弱，近年来经营持续呈亏损状态，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平呈波动下降趋势。

近年来公司债务规模逐年增长，截至 2024 年末为 283.20 亿元，主要包括银行借款、债券融资、一定规模的融资租赁借款及应付票据等。公司债务结构以长期为主，与其业务特征相匹配，近年公司短期债务占比波动下降，但仍有待持续优化，2024 年末公司短期债务/总债务为 34.39%，公司短期偿债压力较大。

表 17：截至 2024 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	总额	1 年以内	1-3 年	3 年以上	
银行借款	保证借款、信用借款、抵押借款等	157.48	49.30	35.46	72.72
债券融资	公司债券	61.00	20.00	35.00	6.00
非标融资	融资租赁	19.84	4.86	7.65	7.33
票据	银行承兑汇票、信用证、保理等	2.03	2.03	0.00	0.00
其他	基金类权益性融资和债权融资计划、政府专项债等	12.67	0.00	0.00	12.67
合计	-	253.02	76.19	78.11	98.72

注：债务到期分布由企业自行提供，与我司财务口径计算有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营性业务毛利率水平较低，财务费用支出较高，近年来经营持续呈亏损状态，2024 年公司期间费用支出有所下降，当年亏损规模同比小幅收窄。公司 EBITDA 及其对利息支出的覆盖能力呈波动下降趋势。公司经营活动净现金流规模波动下降，2023 年以来无法足额覆盖利息支出。整体来看，公司盈利能力较弱，后续经营情况需持续关注。此外，公司债务规模逐年增加，短期偿债压力较大，资金缺口对外部融资的依赖性较高，需关注公司再融资情况。银行授信方面，截至 2025 年 3 月末，公司合并口径获得的银行授信为 427.55 亿元，剩余可使用额度 193.45 亿元，备用流动性较充足。

表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
总债务	244.34	265.98	283.20	293.67
短期债务占比	43.66	32.62	34.39	32.28
EBITDA	13.20	9.35	10.55	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.21	0.96	1.14	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.51	0.63	0.94	--

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 2025 年 3 月末，公司合并口径受限资产为 24.51 亿元，主要包括 13.50 亿元固定资产、2.29 亿元无形资产、5.86 亿元应收账款和 1.64 亿元货币资金等，占同期末公司合并口径总资产的比重为 4.95%。或有事项方面，同期末，公司无对外担保。截至 2024 年末，公司有 4 项主要未决诉讼案件，需持续关注诉讼案件进展。

表 19：截至 2024 年末，公司主要未决诉讼（万元）

原告	被告	案由	一审受理时间	一审受理法院	标的金额	目前所处的诉讼程序
广西西江开发投资集团崇左投资有限公司	钦州市鸿发市场管理有限公司	借款合同纠纷	2021 年 1 月 29 日	广西壮族自治区高级人民法院	6,365.58	强制执行阶段
中交广州航道局有限公司	广西柳州北	船坞、码头	2019 年 1	北海海事法院	8,790.50	已上诉，暂

限公司	港西江港务有限公司	建造合同纠纷	月 8 日			未开庭
广西北港金控投资有限公司/南宁市北港小额贷款有限公司	隆安东森市场投资有限公司	借款合同纠纷	2022 年 1 月 17 日	南宁市江南区人民法院	7,103.21	执行阶段
广西北港金控投资有限公司/南宁市北港小额贷款有限公司	玉林润嘉房地产开发有限公司	借款合同纠纷	2021 年 9 月 30 日	南宁市中级人民法院	22,788.77	执行阶段
合计					45,048.06	

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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 2025 年 4 月，公司本部未结清和已结清信息中均无不良信贷记录。根据公开信息，截至本报告出具日，公司本部在资本市场无信用违约记录。

外部支持

中诚信国际认为，广西壮族自治区政府的支持能力很强，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向区域内企业提供一定的支持。但受房地产市场遇冷影响，近年政府性基金收入增长承压，且广西广义债务率已处于全国中上游水平，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，广西壮族自治区政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 2 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司是广西重要的水运基础设施建设主体，主要承担自治区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，公司职能定位较重要。
- 2) 与政府的关联度高：公司控股股东为港务集团，实际控制人为广西壮族自治区国资委；公司是广西内河港口项目及清洁能源重要建设及经营主体，业务开展符合广西产业发展的战略规划；此外，若公司信用恶化，则将对广西壮族自治区政府信誉和融资环境造成较大影响。公司对西江流域的开发建设起着十分重要的作用，得到了股东及广西壮族自治区政府的大力支持。2024 年及 2025 年一季度股东港务集团均对公司增资 3.00 亿元，2022~2024 年公司收到的广西自治区财政贴息金额分别为 1.50 亿元、2.00 亿元和 2.00 亿元。

表 20：广西自治区级主要企业比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
广西投资集团有限公司	广西自治区国资委持股 100.00%	广西最重要的产业投资和国资经营主体	8,617.09	1,440.43	83.28	2,372.58	44.11	231.20
广西交通投资集团有限公司	广西自治区国资委持股 100.00%	广西重要的高速和铁路建设运营主体	7,339.93	2,532.58	65.50	621.96	14.89	572.96

广西北部湾投资集团有限公司	广西壮族自治区国资委持股 100.00%	广西重要的高速和口岸建设运营主体	4,625.93	1,453.33	68.58	639.04	16.02	202.00
广西北部湾国际港务集团有限公司	广西壮族自治区国资委持股 100.00%	北部湾港口重要的建设运营主体	1,581.67	439.63	72.20	1,037.57	0.96	251.10
广西旅游发展集团有限公司	广西壮族自治区国资委持股 100.00%	自治区旅游投资运营及棚改转贷平台	584.09	240.18	58.88	64.64	1.09	112.00
广西金融投资集团有限公司	广西投资集团有限公司持股 69.64%	自治区级金控平台	1,234.30	356.80	71.09	85.18	2.82	169.60
广西铁路投资集团有限公司	广西交通投资集团有限公司持股 100.00%	广西铁路投资建设运营主体	2,528.37	1,106.81	56.22	318.57	23.45	189.80
广西西江开发投资集团有限公司	广西北部湾国际港务集团有限公司持股 100.00%	广西重要的水运基础设施建设及运营主体	488.05	102.83	78.93	123.40	-9.29	69.00

注：1、广西壮族自治区各平台的财务数据为 2024 年数据，债券余额为截至 2025 年 5 月 11 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。

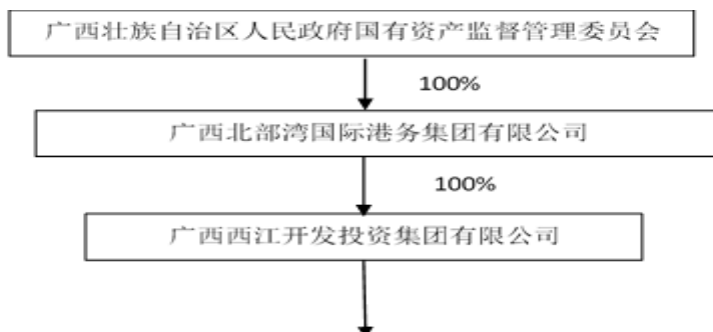
资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

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对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

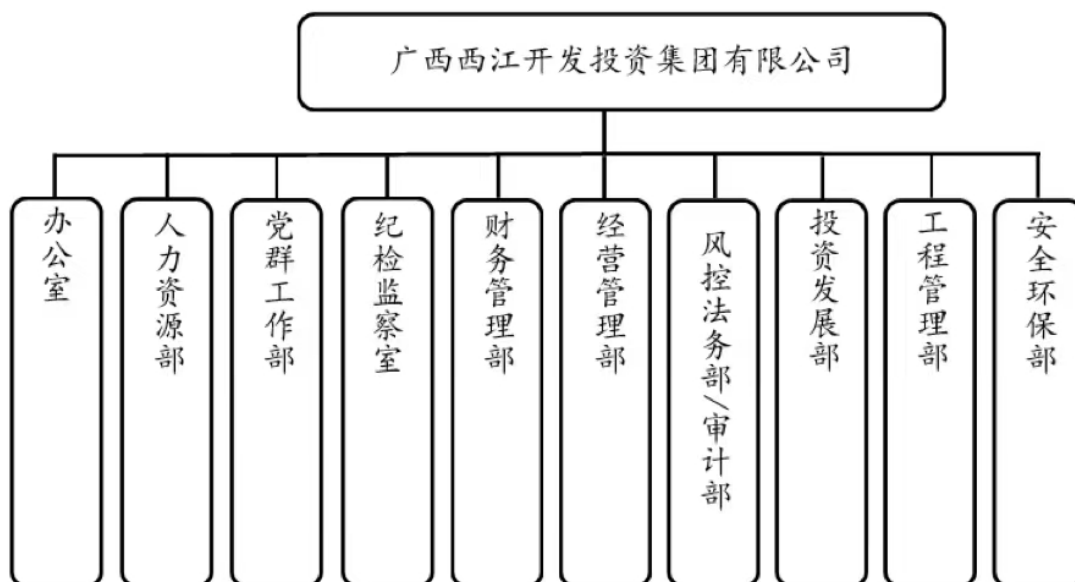
评级结论

综上所述，中诚信国际评定广西西江开发投资集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。

附一：广西西江开发投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	广西航桂实业有限公司	100.00
2	广西西江开发投资集团贵港投资有限公司	100.00
3	广西西江开发投资集团河池投资有限公司	100.00
4	广西西江开发投资集团柳州投资有限公司	77.67
5	广西西江开发投资集团梧州投资有限公司	100.00
6	桂林漓佳金属有限责任公司	90.38
7	广西西江石油有限公司	51.00
8	南宁市北港小额贷款股份有限公司	100.00
9	广西北港西江港口有限公司	100.00
10	广西西江集团红花二线船闸有限公司	82.00
11	广西西江集团西津二线船闸有限公司	100.00
12	广西北部湾陆海新能源股份有限公司	99.69
13	广西北港金控投资有限公司	100.00
14	广西鱼峰集团有限公司	100.00
15	广西珠江西江产业投资基金合伙企业（有限合伙）	96.77



注：表中子公司均为公司二级子公司，持股比例以工商信息为准
资料来源：公司提供

附二：广西西江开发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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	399,143.66	311,676.12	352,301.77	361,709.25
非受限货币资金	384,760.63	301,635.46	334,377.17	345,309.25
应收账款	93,109.47	102,983.86	113,148.32	153,833.91
其他应收款	164,004.87	97,463.13	125,651.78	123,805.38
存货	130,800.32	138,345.91	108,001.04	112,757.62
长期投资	311,372.02	327,156.81	292,768.60	297,136.23
在建工程	550,518.48	172,514.36	83,935.98	88,920.25
无形资产	394,430.93	402,710.46	393,256.27	391,353.04
资产总计	4,868,440.04	4,870,990.10	4,880,545.90	4,955,654.06
其他应付款	122,608.07	116,761.38	108,938.18	101,917.58
短期债务	1,066,753.36	867,747.28	973,839.41	947,986.15
长期债务	1,376,621.94	1,792,090.16	1,858,182.02	1,988,747.30
总债务	2,443,375.30	2,659,837.44	2,832,021.42	2,936,733.45
负债合计	3,644,308.55	3,755,636.36	3,852,183.95	3,925,313.90
利息支出	109,111.71	97,228.07	92,211.07	--
经调整的所有者权益合计	1,109,131.49	1,015,353.74	938,361.95	940,340.16
营业总收入	1,187,982.43	1,177,998.98	1,233,977.07	300,618.62
经营性业务利润	-53,884.23	-71,482.62	-67,214.25	-29,255.54
其他收益	8,341.71	9,138.22	8,578.68	500.78
投资收益	10,023.27	676.09	11,750.49	856.41
营业外收入	9,132.25	6,775.23	5,327.58	218.94
净利润	-54,338.01	-90,162.05	-92,862.04	-27,456.93
EBIT	46,711.32	1,406.15	-1,170.75	--
EBITDA	131,979.98	93,511.97	105,519.33	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,200,415.26	1,231,305.58	1,262,738.56	270,661.54
收到其他与经营活动有关的现金	1,332,438.38	212,918.38	150,898.06	23,771.69
购买商品、接受劳务支付的现金	921,390.01	1,013,459.67	976,971.24	269,021.87
支付其他与经营活动有关的现金	1,302,949.18	247,798.68	228,931.11	55,757.91
吸收投资收到的现金	19,695.00	600.00	30,050.40	30,000.00
资本支出	191,099.67	100,056.34	73,431.13	37,925.20
经营活动产生的现金流量净额	164,825.90	60,991.28	86,861.66	-56,491.95
投资活动产生的现金流量净额	-171,335.71	-135,996.34	-43,805.12	-38,761.01
筹资活动产生的现金流量净额	12,171.21	-8,120.12	-10,314.82	138,911.73
现金及现金等价物净增加额	5,712.84	-83,125.17	32,741.72	43,658.77
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	9.99	9.12	7.88	5.76
期间费用率（%）	13.92	14.68	12.72	14.75
应收类款项占比（%）	5.28	4.12	4.89	5.60
收现比（X）	1.01	1.05	1.02	0.90
资产负债率（%）	74.86	77.10	78.93	79.21
总资本化比率（%）	68.78	72.37	75.11	75.75
短期债务/总债务（%）	43.66	32.62	34.39	32.28
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.51	0.63	0.94	--
总债务/EBITDA（X）	18.51	28.44	26.84	--
EBITDA/短期债务（X）	0.12	0.11	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.21	0.96	1.14	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年、2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理，其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，其他各期财务数据采用了各期财务报告期末数；2、将各期其他流动负债中的有息债务调整至了短期债务，将长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的有息债务调整至长期债务；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，特此说明；4、公司未提供合并口径 2025 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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
盈利能力	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
现金流	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
偿债能力	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，影响报表使用人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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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