

信用等级公告

联合[2011]040号

广西桂东电力股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广西桂东电力股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的2011年公司债券进行综合分析和评估，确定：

广西桂东电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA

广西桂东电力股份有限公司拟发行的2011年不超过人民币10亿元（含10亿元）公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张永江 赵卿

2011年11月11日

地址：天津市和平区曲阜道80号（300042）

电话：022-58356913

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

广西桂东电力股份有限公司

2011 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方式: 无担保

发行规模: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2011 年 11 月 11 日

主要财务数据

项 目	08 年	09 年	10 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	25.97	29.03	36.14	54.51
所有者权益(亿元)	9.31	7.08	13.95	25.34
长期债务(亿元)	9.80	10.63	12.34	13.94
全部债务(亿元)	15.64	19.49	19.89	23.82
营业收入(亿元)	9.66	14.55	19.96	14.64
净利润(亿元)	0.98	0.54	1.81	1.18
EBITDA(亿元)	3.04	1.73	3.49	3.29
经营性净现金流(亿元)	2.26	1.32	3.77	1.77
营业利润率(%)	31.40	18.04	23.11	23.33
净资产收益率(%)	10.50	6.60	17.24	6.03
资产负债率(%)	64.14	75.63	61.40	53.51
全部债务资本化比率(%)	62.67	73.36	58.77	48.45
流动比率(%)	0.69	0.61	1.02	0.93
EBITDA 全部债务比	0.19	0.09	0.18	0.14
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	1.53	2.75	3.05

注: 发行人于 2007 年开始执行新会计准则; 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2011 年 9 月相关指标未年化。

分析师

张兆新

电话: 022-58356916

传真: 022-58356989

邮箱: zzzxf318@sohu.com

赵卿

电话: 010-52026883

传真: 010-52026882

邮箱: zhaoqing@lianhecredit.com

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www.lianhecredit.com.cn

广西桂东电力股份有限公司

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对广西桂东电力股份有限公司(以下简称“公司”或“桂东电力”)的评级反映了公司作为“厂网合一”的地方水电企业,在区域竞争力、资源储备及政府与政策扶持等方面所具有的显著优势;同时也反映了宏观经济波动以及降水量不足对公司经营的不利影响。

随着公司新投资的水电站及配套输变电工程项目的建成投产,将进一步完善公司的电力产业布局,提升公司的盈利水平。此外,公司还逐步向多元化发展,电子铝箔产品未来发展前景广阔,具有良好的盈利预期。联合评级对公司的评级展望为稳定。

综合看,本期公司债券到期不能偿还本息的风险较小。

优势

1. 电力行业作为工业化国家基础产业和民生行业,行业进入壁垒高,我国的电力行业仍具有很大的发展空间;水电是成本较低的清洁能源,受到国家政策的大力支持。

2. 公司是地方电力行业中“厂网合一”、网架覆盖面最宽最完整、唯一以 110KV 输电线路环网运行的地方电力企业,已形成了电网内发供电相互配套,完整统一的发供电一体化体系。

3. 当地政府在税收、资金等方面对公司的支持力度较大,公司电网在贺州地区具有垄断性。

4. 公司的非电力板块发展势头良好,电子铝箔产品技术水平国内领先,部分规格接近国际先进水平,预计未来会贡献较大的利润。

关注

1.电力行业与宏观经济高度相关，宏观经济波动对公司经营产生不利影响。

2.公司以水力发电为主，电源结构较单一，发电能力受天气因素影响较大，广西最近几年的特大洪水与干旱天气使得公司水电厂流域来水不均衡及偏少，对公司业务运营产生一定的不利影响。

3.公司电子铝箔的原材料供应商集中度较高，如果供应商提高价格会对公司盈利能力产生不利影响。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广西桂东电力股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广西桂东电力股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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。

本信用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，未因广西桂东电力股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广西桂东电力股份有限公司提供，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。

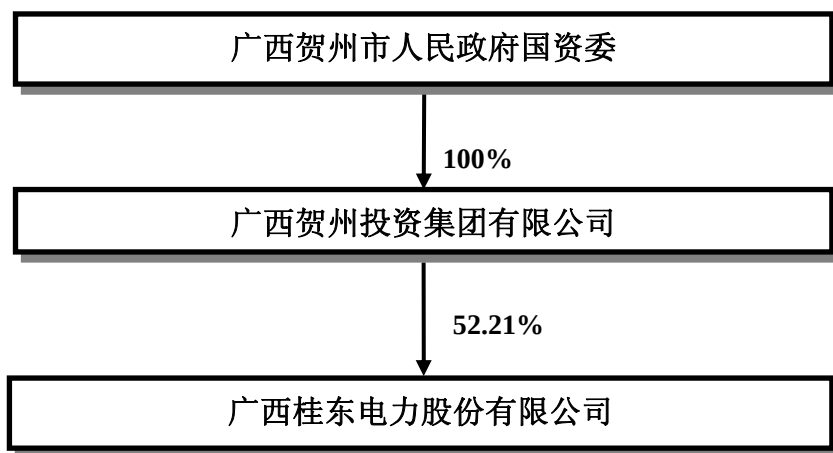
广西桂东电力股份有限公司 2011 年公司债信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；在评级期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，对发生的变化及时披露与调整，但不能否认在存续期公司的主体信用等级有可能发生变化的情况。

一、主体概况

广西桂东电力股份有限公司成立于 1998 年 12 月 4 日，是经广西壮族自治区人民政府桂政函[1998]114 号文批准，由广西贺州投资集团有限公司（原“贺州市电业公司”）作为主要发起人，以合面狮水电厂和供电公司等经营性电源和电网资产投入设立的股份有限公司，初始注册资本为 11,175 万元。经中国证监会证监发行字【2001】4 号文核准，2001 年 1 月 12 日公司首次向社会公众公开发行普通股 4,500 万股，发行后总股本为 15,675 万股。2001 年 2 月 28 日，公司发行的普通股股票 4,500 万股在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“桂东电力”，证券代码“600310”）。

2010 年 5 月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2010】447 号文核准，公司非公开增发人民币普通股 2,720 万股，变更后注册资本为 18,395 万元。2011 年 4 月 15 日，公司召开的 2010 年度股东大会审议通过了《公司 2010 年度利润分配预案》，以 2010 年 12 月 31 日公司总股本 18,395 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。截至 2011 年 9 月底，公司总股本为 27,592.5 万股，控股股东为广西贺州投资集团有限公司，持股比例为 52.21%。公司实际控制人为广西贺州市人民政府国资委。

图 1 截至 2011 年 9 月底公司股权结构



资料来源：公司年报

公司属于电力行业，主要产品为电能，并有部分电子铝箔、石油贸易及旅游收入。公司的经营范围：水力发电、供电，电力投资开发，供水，交通建设及其基础设施开发。

目前公司拥有控股子公司 9 家，参股公司 2 家，以发供电为主业，涉足发供电、电子、证券、石油贸易、旅游等行业。公司承接了母公司广西贺州投资集团有限公司大部分的电源和全部经营性电网资产，现有全资和控股水电总装机容量近 30.4 万千瓦，，供电区域包括贺州市下辖的市、县、区和有关厂矿等。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 361,418.08 万元，负债合计 221,926.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 139,491.54 万元。2010 年实现营业收入 199,642.09 万元，净利润（含少数股东损益）18,120.97 万元；经营活动产生的现金流量净额 37,735.28 万元，

现金及现金等价物净增加额 17,615.04 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额 545,093.33 万元，负债合计 291,685.46 万元，所有者权益(含少数股东权益)合计 253,407.87 万元。2011 年 1~9 月实现营业收入 146,406.39 万元，净利润(含少数股东损益) 11,837.67 万元；经营活动产生的现金流量净额 17,697.05 万元，现金及现金等价物净增加额 6,496.14 万元。

公司注册地址：广西贺州市平安西路 12 号；法定代表人：秦春楠。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“广西桂东电力股份有限公司 2011 年公司债券”，预计本期债券发行规模为不超过人民币 10 亿元(含 10 亿)，债券期限为不超过 7 年(含 7 年)。本期公司债券票面利率由发行人和保荐人(主承销商)通过簿记建档结果协商确定，债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。

2. 本期债券募集资金用途

2011 年 11 月 11 日公司 2011 年度第二次临时股东大会决议公告通过了关于公司发行不超过人民币 10 亿元公司债券的特别决议案，本期债券募集资金扣除发行费用后的净额将用于偿还公司在银行的借款和补充公司流动资金，调整债务结构。

三、行业分析

公司属于“厂网合一”电力企业，2008~2010 年公司电力销售收入占主营业务收入的比重平均为 66.79%，毛利占比平均为 78.73%。

1. 行业概况

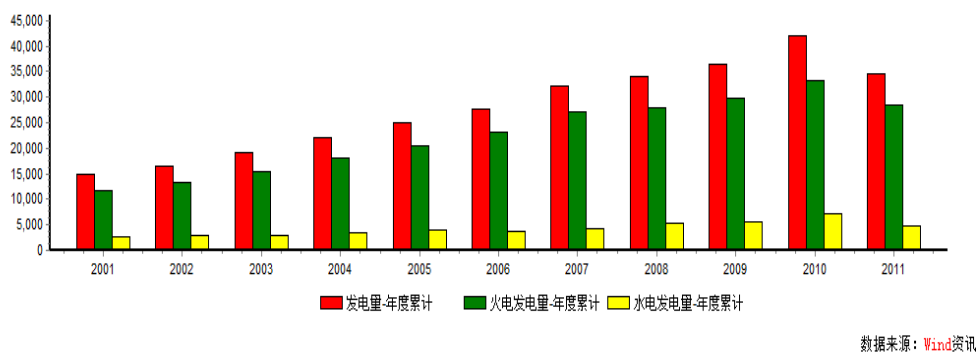
电力工业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业，是关系国计民生的基础产业，是世界各国经济发展战略中的优先发展重点。世界电力工业经过 100 多年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了极大的变化，已经形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之大幅增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性特征。

长期以来，中国一直对电力行业采取发电、输电、配电、售电等环节垂直一体化的管理模式，行业具有垄断特性。随着我国经济快速发展及世界电力体制改革市场化的趋势，2002 年 3 月，国务院正式批准了《电力体制改革方案》，改革的总体目标是：打破垄断，引入竞争，提高效率，降低成本，健全电价机制，优化资源配置，促进电力发展，推进全国联网，构建政府监管下的政企分开、公平竞争、开放有序、健康发展的电力体系。随着电力工业管理体制改革的不断深化，电力行业在组织和职能上实现政企分开，初步形成了“政府宏观调控、企业自主经营、行业组织自律服务”新的电力工业管理体制框架。国务院 2002 年 5 号文件《电力体制改革方案》中确定了“厂网分开、主辅分离、输配分开、竞价上网”的电力改

革方向。《十一五规划纲要》中明确提出，电力体制改革要“巩固厂网分开，加快主辅分离，稳步推进输配分开和区域电力市场建设”。电网改革主要包括两个方面。一是成立独立的配电公司。配电公司根据电力用户实际使用要求供应不同电能质量的电能，用户可以根据不同的使用要求购买合适的电能。用户可以选择“基本电能供应”和“附加服务”，改变目前同网同价的现状，新的收费模式有利于配电公司的投资回报。二是建立污染电能企业的奖罚制度。输配分开将促进电力工业实现市场化。国家于 2002 年底成功进行了“厂网分开”改革，2010 年 9 月 3 日，电力体制改革工作小组通过了国资委制订的“主辅分离”方案。2010 年 11 月，方案上报国务院。2011 年初，国务院同意该方案，并明确由国资委负责组织实施，但改革的成效仍存在较大不确定性。目前“输配分开、竞价上网”改革由于种种原因至今仍未实施，电力体制改革的完成尚需较长时期。

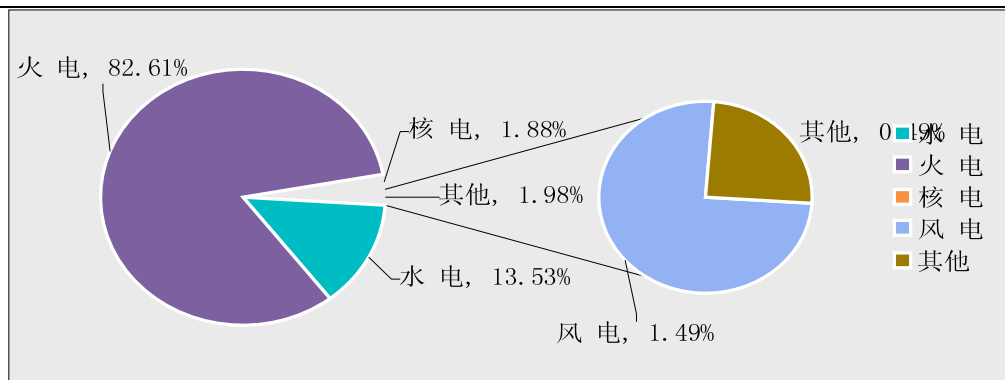
近几年随着国民经济的增长，我国用电量持续增长，电力规模继续增大，结构有所改善，质量和技术水平持续提高。2010 年，全社会用电量 41,923 亿千瓦时，发电装机容量达到 9.6 亿千瓦；水电装机已突破 2 亿千瓦，水电、核电、风电等非火电装机比重 26.53%；全国电力工程建设完成投资 7,051 亿元，比上年降低 8.45%，其中，电源工程建设完成投资 3,641 亿元，比上年降低 4.26%；电网投资完成 3,410 亿元，比上年降低 12.53%。2011 年 1-9 月份，全国发电量延续回升向好后的高速增长，全国规模以上电厂发电量 34,540 亿千瓦时，比去年同期增长 12.7%，其中，水电 4,674 亿千瓦时，同比减少 0.6%；火电 28,532 亿千瓦时，同比增长 14.4%；核电 650 亿千瓦时，同比增长 22.9%。水电因气候原因，与上年同期相比增长有所下降，火电等发电量同比增长幅度较大。

图 2 2001~2011 年 1-9 月我国发电量情况(万千瓦时)



从结构来看，2011 年 1-9 月份，水电发电量所占比重为 13.53%，与去年同期相比下降 20.2 个百分点；火电发电量所占比重为 82.61%，与去年同比提高 19.5 个百分点；核电发电量所占比重为 1.88%，与去年同比提高 15.1 个百分点；风电发电量所占比重为 1.49%，与去年同比提高 72.5 个百分点。

图 3 2011 年前三季度末各电源的份额比



资料来源：国家统计局，联合评级整理

截止 2011 年 9 月底，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备容量 97,695 万千瓦，同比增长 10.2%。其中，水电 19,170 万千瓦，同比增长 7.6%；火电 73,391 万千瓦，同比增长 8.8%；核电 1,191 万千瓦，同比增长 31.1%；风电 3,873 万千瓦，同比增长 64.9%。

近三年我国的水电行业资产规模、销售收入和成本费用利用率呈增长趋势，亏损面呈下降趋势；利润总额 2009 年小幅下降后 2010 年又大幅上升；资产负债率呈上升趋势；资本保值增值率 2010 年有较大的下降（表 1）。

表 1 水电行业 2008~2010 年及 2011 年 1-7 月主要经营指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-7 月
亏损面（%）	49.40	28.46	18.14	27.88
总资产（亿元）	9,022.46	10,611.19	11,668.69	12,209.22
销售收入（亿元）	1,131.47	1,260.49	1,633.28	1,008.28
总利润（亿元）	268.64	231.02	370.67	157.64
资产负债率（%）	60.65	63.63	69.24	70.72
成本费用利润率(%)	6.64	22.65	28.92	18.38
资本保值增值率(%)	-	102.48	83.58	113.88

资料来源：Wind 资讯

水力发电行业主要包括水电站发电和抽水蓄能电站的发电活动。

我国水电资源丰富，蕴藏量排名世界第一位

我国的水电资源十分丰富。根据中电联统计数据，全国水电资源蕴藏量 6.9 亿千瓦，目前技术可开发量为 5.4 亿千瓦，遍及全国 30 个省(区、市)的 1,600 多个县(市)，主要集中在中西部地区的大中型河流上，其中长江、金沙江、雅砻江、大渡河、乌江、澜沧江、黄河和怒江等干流上。我国水电蕴藏量及技术可开发量均排名世界第一位，但目前开发程度还不足 20%。

水电是我国重要的可再生一次能源

水力发电是一种典型的清洁化能源和可再生能源，能够满足国民经济可持续发展的要求，是我国重要的可再生一次能源。而且在我国各种可再生能源中，风电和太阳能发电等在大规模商用的技术和标准方面尚存在一些障碍，而水电技术开发的历史很长，是目前唯一可以大规模商用的可再生能源，因此在可再生能源装机比例中所占地位最高。

2.行业监管与政策

(1)行业监管

电力行业的主要监管部门为国家发展和改革委员会及国家电力监管委员会。国家发展和改革委员会作为国家经济的宏观调控部门，负责制定我国的电力发展规划、电价政策，并具体负责电力项目及电价的审批。国家电力监督管理委员会按照国务院授权，行使行政执法职能，依照法律、法规统一履行全国电力监管职责。其主要职责是：制定电力市场运行规则，监管市场运行，维护公平竞争；根据市场情况，向政府价格主管部门提出调整电价建议；监督检查电力企业生产质量标准，颁发和管理电力业务许可证；处理电力市场纠纷；负责监督社会普遍服务政策的实施。

(2)行业政策

水电作为我国重要的清洁化能源和可再生能源，在环保节能背景下得到国家多项政策的大力支持。

国务院颁布《节能发电调度办法》，水电优先调度

2007 年 8 月，国务院颁布《节能发电调度办法（试行）》国办发[2007]53 号规定：“在保障电力可靠供应的前提下，按照节能、经济的原则，优先调度可再生发电资源，按机组能耗和污染物排放水平由低到高排序，依次调用化石类发电资源，最大限度地减少能源、资源消耗和污染物排放”。节能发电调度是为保证节能减排任务完成而推出的刚性措施，将促进电力行业向节能、环保方向进行结构调整，提高电力工业能源使用效率，对整个电力行业结构调整影响深远。水电获得优先调度权，将进一步加强水电在全行业中的竞争优势，据南方电网初步估计，节电调度一年将会多用水电 50 亿千瓦时。

国务院颁布《国家可再生能源中长期发展规划》，水电开发政策力度加大

2007 年 9 月，国务院颁布《国家可再生能源中长期发展规划》，规划指出到 2010 年，中国将力争使可再生能源开发利用在一次能源供应结构中的比重提高到 10%，2020 年达到 15%。规划认为，开发水电是促进中国能源结构向清洁低碳化方向发展的重要措施。到 2010 年全国水电装机容量达到 1.9 亿千瓦；到 2020 年水电装机容量达 3 亿千瓦。按照这一规划，再根据此前公布的“十二五”电力规划计算，水电装机比例在 2010 年和 2020 年分别达到 22.3%和 22.5%。

发改委颁布《“十一五”重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》，支持扩大水电的重大技术装备发展

2008 年 1 月，国家发改委颁布《“十一五”重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》，规划指出“十一五”期间，技术力量将向新能源开发以及高附加值材料自主生产倾斜。针对水电行业，规划对如何扩大水电的重大技术装备发展予以了支持，大容量高水头水电机组成为八项重大技术装备研制项目之一。

电监会颁布《发电权交易监管暂行办法》，发电权买卖全面放开，有利于提高水电行业的运营效率

2008年3月，电监会颁布《发电权交易监管暂行办法》：发电企业交易双方可自主协商确定交易电量和交易价格，也可由电力交易机构通过统一的交易平台进行集中撮合交易。此次全面开放，标志着今后“水电置换火电”将步入实际操作阶段，由于我国来水情况季节分布不均衡，丰水季节大量水利资源没有得到利用，此次交易权开放，将提高水利资源的利用效率，进而提高水电行业的经济效益和运营效率。

电监会颁布《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》，电网企业优先收购水电

2008年7月，电监会颁布《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》，依据此办法，电网企业必须全额收购可再生能源发电企业上网电量，可再生能源发电机组不必参与上网竞价，电网企业需优先收购并安排调度。电网企业优先收购水电，是有利于水电发展的一项重要产业配套措施。可以让水电企业免除对产品市场的担忧，行业的市场运营风险将大为降低。

3.行业竞争

发电

发电行业从2002年大型电力企业实行“厂网分开”后，从完全垄断的竞争格局转变为寡头垄断的格局，大型发电集团更具竞争优势，这些大型电力集团包括五大集团、“四小豪门”(国投、华润、国华、广核)、三峡总公司、以及地方电力集团(如粤电集团、深圳能源集团)等。这些大型发电集团在扩张能力、融资优势、成本控制和投资能力等方面表现出较强的竞争优势。

从五大发电集团内部来看，目前水电装机比例仍然很低，只有中电投略微超过了全国平均水平，华电和大唐的水电装机比例只达到了全国水平的一半，而国电和华能更低，位于6%~8%之间，因此五大集团水电资产还有相当大的提升空间。随着国家节能减排，发展清洁能源政策执行力度不断加大，五大发电集团水电装机比例必将逐步提升，水电行业集中度将进一步提高。

目前，单站5万kW以上的大中型水电站是中国水电的主力，经过五十余年的开发建设，已建成230多座，其中百万千瓦以上的水电站25座，五十万千瓦以上的40多座。我国水电站按装机容量(单位：万kW)排名前十位依次为：三峡(1820+420)、溪洛渡(1260)、白鹤滩(1200)、乌东德(750)、龙滩(630)、向家坝(600)、糯扎渡(585)、锦屏二级(480)、小湾(420)、两家人(400)。

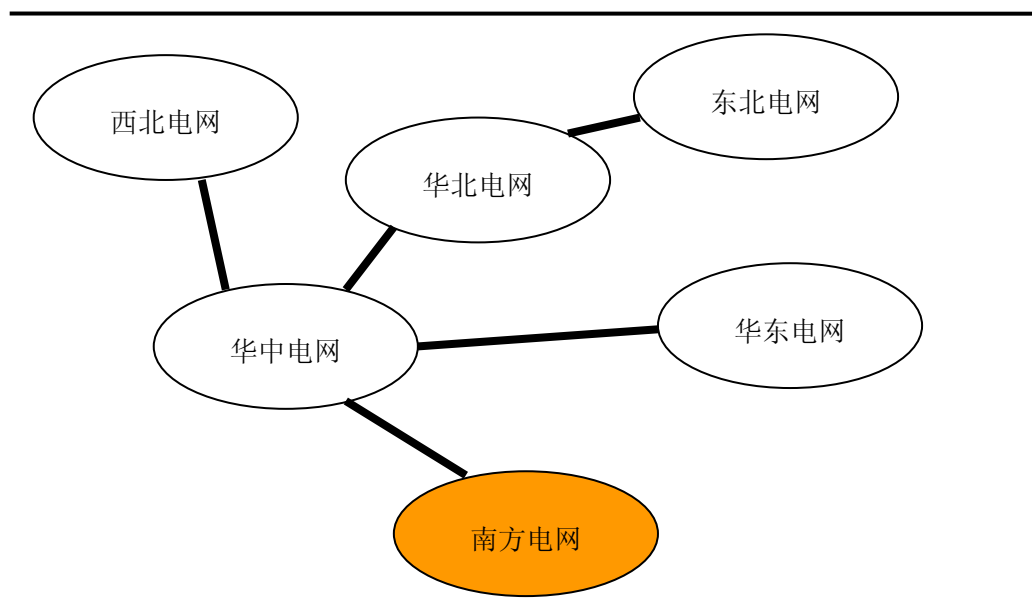
水力发电本身就是产销集于一体，水力发电企业的经营范围一般为水力发电、供电，电力投资开发，供水，交通建设及其基础设施开发，作为一个自身就是上游的企业，其供应商的议价能力较好；水力发电企业的销售范围较狭窄，一般为政府规划区域，例如公司的供电范围为桂东区域县市和相关企业，所以对于居民和使用着来说，其购买者的议价能力较弱。

除火电外，发电行业还存在其他类型的发电模式，如风能、潮汐能、太阳能等，对水电形成一定的竞争。

电网

2002 年电力体制改革前，我国电力供应由国家电力公司独家垄断；2002 年，原国家电力公司按“厂网分开”原则组建了五大发电集团、两大电网公司和四大电力辅业集团，国家电网公司和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）从国家电力公司中分离出来相继成立。两大电网公司成立后，东北、华北、西北、华中和华东五大地区电网的投资、建设和运营主要由国家电网公司负责；南方地区的广东、广西、云南、贵州和海南五省（区）的电网业务主要由南方电网负责。两大电网公司的经营范围如下图所示。

图 4 两大电网公司的主网架分布图



资料来源：国家电力信息网；注：东北电网、华北电网、西北电网、华中电网、华东电网属国家电网公司，南方电网属中国南方电网有限责任公司

除两大电网公司之外，也存在地方政府投资的涉及电力供应的电力企业。如四川省水电投资经营集团有限公司，就是代表四川省政府统一行使地方电力省级国有资产所有者职能的国有独资公司，该公司基本控制了四川省地方电力的输电和配电业务，在区域供电上具有一定的垄断优势。但整体上看，各地方的电力供应企业与国家电网公司和南方电网相比均较小。

尽管电力供应业存在着两大电网公司及其他一些小型电网公司，但实际上对于同一区域而言，为避免重复建设，所有的电力使用部门及生产部门只面临着一家电网公司，两大电网公司的业务之间不存在交叉竞争；同时，由于我国电力输配业务尚未分离，两大电网公司实际垄断着各自区域内的输电、配电和供电的业务；另外国家电网公司实际还参股了南方电网 26.4% 的股权，因此电力供应业内的企业竞争压力较小。

值得指出的是，国家电网公司曾欲通过增持南方电网的股权比例，来进一步扩大自己的垄断范围；通过特高压技术以求强化其在电力购销上的双重垄断地位。

公司电网区域内及周边地区存在广西电网和许多小型水电生产企业，可能会形成与公司竞争的局面。从长远来看，公司还将逐步向广西东部地区以外的其他地区扩大供电，这些地

区的电力生产企业和电网经营状况对公司的电力生产和销售会产生一定的影响。

综合看，作为一个重大资产投放的行业，电力行业具有资产大、转换成本较高、民生-政府一体化等特征，受地区位置与政府支持的影响较大，行业壁垒较高，一般企业无法进入。

4. 行业技术水平

就我国而言，电力行业经过 40 多年的大规模建设，电力工业的技术装备水平有了很大的提高，大容量、高参数、高效率的大机组成倍增长，电网的覆盖面和现代化程度不断提高，有力地提升了中国工业整体的电气化水平。

长期以来，中国在水电设备制造和水利工程建设方面已经掌握了很多成熟的技术，积累了丰富的经验。中国 90% 以上的水力发电设备是由国内制造的，中国水电设备制造业经过多年基本建设和技术改造，目前已经形成约 800 万千瓦的年生产能力。

水电行业的技术水平主要表现在自动化监控、设备制造及工程建设等方面。我国水力发电技术比较成熟。随着世界高科技的飞速发展和我国机组容量的快速提高，电厂自动化技术不断地从相关学科中吸取最新成果而迅速发展和完善，自动化系统向高速化、智能化、一体化和透明化发展。近几年更是日新月异，一方面作为机组主要控制系统的 DCS，已在控制结构和控制范围上发生了巨大的变化；另一方面随着厂级监控和管理信息系统（SIS）、现场总线技术和基于现代控制理论的控制技术的应用，给电力自动化系统注入了新的活力。

目前，我国水电站的自动化程度较高。电力系统自动化是电力生产技术的重要组成部分，有利于提高发供电的可靠性，保证电能质量及电力系统经济安全运行，同时也有利于改善运行人员的工作条件，提高水电企业的市场竞争力。根据电力工业部 1996 年以来发布的《水力发电厂计算机监控系统设计规定》（DL/TS065-1996）、《小型水电站改造规程》（SL193-97）、《水力发电厂自动化设计技术规范》（DL-TS081-1997）（以及国标《小型水力发电站设计规范》（GB50071-2002）的规定，要求我国已建和新建的水电站最终实现计算机监控系统。

中国已经成功建设了类型各异、技术复杂的众多大型、巨型水电站，我国水电建设步入世界先进行列。特别是中国在高坝建设技术、泄洪消能技术、大型地下洞群建设技术、高边坡及地基处理技术、巨型金属结构制作和安装技术等方面取得的突破，以及水轮机、发电机组及配套设备制造技术的提高，表明中国已经成为世界水电技术创新的中心。成熟的水电开发技术和管理模式，为加快水能资源利用奠定了良好的开发基础。同时，中国政府确定的“西部大开发”战略和“西电东送”工程的实施，也为加快水电开发创造了有利的环境和条件。

整体而言，水电行业自动化程度较高，技术较成熟，发展水平较平稳，行业技术风险较小。

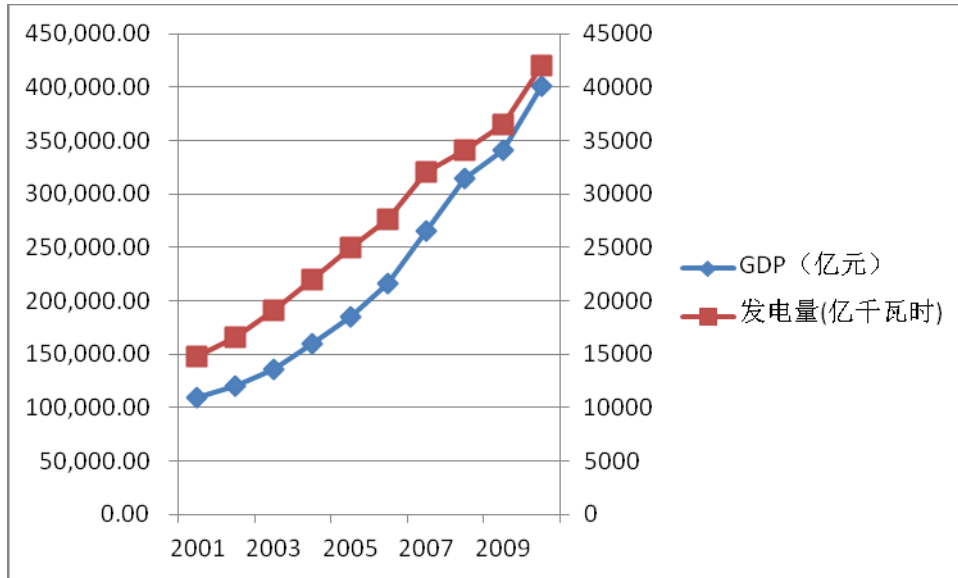
5. 行业关注

宏观经济波动风险

电力生产行业具有相当强的周期性。如下图所示，周期性运行的电力行业与宏观经济的关联度非常高，电力行业与宏观经济的发展息息相关。宏观经济波动导致经济基本面出现波

动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

图 5 2001~2010 年我国 GDP（左轴）与发电量（右轴）相关性



资料来源：Wind，联合评级整理

降雨量不足导致水电企业发电量下降

水电站的发电量在很大程度上受自然气候条件的制约，特别是降雨量的丰欠，对发电量起决定作用。当河流来水量不足和来水不均时，会对水电站的发电量产生不利影响。

电力行业受政府监管较严，尤其是上网电价在政府控制之下，易受政策变动的影响

根据国务院国办[1998]146 号文及国办发[1998]134 号文的精神，国家将逐步实行“厂网分开、竞价上网”（即把电网拥有的直属电厂从现行体制中剥离出来，成立具有独立法人地位的独立电厂，电厂与电网是购销电关系，与其它独立电厂一起在发电端形成竞争）、“两改一同价”（指改造农村电网、改革农村供电管理体制和城乡用电同网同价）、“同网、同质、同价”（即城乡用电同网、相同质量的电力按相同价格出售给城乡用户）等电力改革政策。按照这些政策，电网之间、发供电企业之间将打破目前区域垄断，实行市场化公平竞争。

根据国务院《取水许可和水资源费征收管理条例》以及《广西壮族自治区实施〈取水许可和水资源费征收管理条例〉办法》的相关规定，公司水力发电用水按水资源费征收标准和实际发电量确定水资源费缴纳数额。征收标准由自治区价格主管部门会同自治区财政部门、水行政主管部门制定，报自治区人民政府批准。目前公司执行的水资源费标准为每千瓦时 0.0035 元，如政策发生变化，征收标准提高，水电行业将面临运营成本增加的风险。

6. 行业未来发展

电力需求延续增长态势，国家将优先开发水电

电力行业的发展和进步对目前的经济至关重要,在我国,经济发展迅速,对电力的耗费与需求很大,伴随着农业、工业的快速发展步伐,对电力有很大的经济推动作用。在“十二五”期间,电力需求将保持平稳增长,供需的结构性变化特征也将逐步显现。2015年,全国全社会用电量将达到5.99~6.57万亿千瓦时,基准方案推荐6.27万亿千瓦时,比2010年增加2.08万亿千瓦时,是全社会用电量增加最多的五年。“十二五”末,我国人均发电装机容量可以达到主要西方国家完成工业阶段时期的人均装机1千瓦水平。

电力行业“十二五”发展规划已经上报国家发改委、能源局、电监会等职能部门,其中提到将优先开发水电。2015年内水电装机容量将达2.8亿千瓦。水利未来十年投资总额将达4万亿。

智能电网建设速度将加快

根据2010年3月的国家电网规划,从2009至2020年预计投资34,510亿元进行智能电网的建设,其中智能化投资总额为3,841亿元,占总投资比例11.1%。从2011年开始,我国将进入智能电网的集中建设期。智能变电站的快速发展,促进电力行业将有一个快速增长期。五大发电集团和两大电网公司纷纷出台规划推进本集团范围内的信息化整合工作,信息化的进入对电力行业的进步尤为重要。

特高压变电站建设给电力行业带来广阔的市场空间

目前国家对特高压(特高压是指交流1000千伏和直流±800千伏的电压等级)变电站的筹建和大力规划,也加大了未来电力行业的发展。我国能源产地和能源消费地的距离不断增加促使着我国能源传输方式的转变。国家电网公司在2011年1月宣布“十二五”期间将投资超过5000亿元建设“三纵三横”特高压交流骨干网架和11项特高压直流输电工程。“十二五”期间特高压变电站建设的高峰期将为电力行业带来广阔的市场空间,“十二五”期间,特高压变电站的建设将为电力电源带来约5亿的市场规模。

电力市场多元化

国家大力鼓励多元化的电力市场发展,市场瞬间出现多家兼并案和多元化经营的企业,电力行业涉足的领域拓宽,风险系数提高,但收益也提高。电力行业关乎国计民生,目前面临着电价、电荒、产权多元化、区域电力市场等行业问题。煤炭资源价格的上升和环境的改善,给电价的提升起了很大的推波助澜的作用,随着市场的多元化进行,电力行业开始了多元化和区域化的道路。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为广西地方水电龙头企业,承接了母公司广西贺州投资集团有限公司大部分的电源和全部经营性电网资产,是全国水利系统地电行业中厂网合一、网架覆盖面最宽最完整、以110KV输电线路环网运行、拥有完整统一的发供电一体化体系,电网内发供电相互配套的地方电力企业。自上市以来,公司大力发展电源和电网建设,现有全资和控股水电总装机

容量近 30.4 万千瓦（权益装机容量 25.56 万千瓦），110KV 变电站 12 座，110KV 线路 1200 公里，35KV 线路 475.28 公里，变电容量 95.7 万千伏安。公司管理合面狮水电厂、昭平电厂等 4 家发电厂，供电区域包括贺州市下辖的市、县、区和有关厂矿等，与广西电网、梧州市及下辖的市、县和广东省的郁南县、罗定市以及临近的湖南省周边的江永、江华、永州等县市互为网间电力电量交换，形成较完整的区域电网。

公司所在地区位竞争优势明显，目前直供贺州市委、政府办公及驻地，贺州市旺高工业区，信都工业基地，贺州市驻梧管理处，梧州市旺铺工业区多家企业，苍梧林水变多家企业，并承担着贺州市下辖的三县二区、梧州市旺铺镇的趸售业务，2010 年在贺州市下辖供电区域的市场占有率达到 60%。

作为一家从事水力发电、供电、配电业务一体化经营的地方电力企业，公司拥有完整的发、供电网络，是已上市公司中少数拥有“厂网合一”电力企业。公司的厂网一体化能够最大程度发挥公司电厂发电能力，降低公司成本，保证了对区域电力供应的市场优势，未来随着自有发电机组容量的扩张，业绩将保持稳定的增长。

此外，公司的控股子公司广西贺州市桂东电子科技有限公司（以下简称“桂东电子”），是目前西部地区具有较大规模的电子铝箔生产厂家。该公司拥有国内目前最先进的电子铝箔生产线，已完成 20 条腐蚀生产线和 53 条化成生产线，年生产能力 1000 万平方米，其主要技术指标达到国际先进水平，拥有排列在全国前三名的中高压电子铝箔生产基地。

总体来看，作为贺州市唯一的地方电力上市企业，公司区位优势明显，市场占有率较高，整体竞争实力较强。

2. 技术及装备水平

公司第一大主业包括水力发电、供电和配电等，涉及电网技术、电机电工技术、电力电子技术、调度自动化等技术，这些技术在国内外都比较成熟。目前公司主机设备运行情况良好、可靠，控制系统及辅助设备运行自动化水平相对较高。公司变电站主要按照“无人值班、少人值守”和“达标投产”的要求进行施工建设，建立计算机监控、工业电视监视等自动化水平和技术水平较先进的控制监视系统，以达到远距离操作的水平，使电站设备能按照标准和要求自动、安全运行。

电子铝箔是公司第二大主业，由控股子公司桂东电子进行生产与销售。目前该产品技术水平国内领先，部分规格接近国际先进水平。产品主要有节能灯专用电子铝箔，中、高压电子铝箔，变频器专用系列电子铝箔等。其中节能灯系列专用电子铝箔是国内率先推出的专用产品，具有强度高、漏电流小、损耗低、使用寿命长的特点，被国内主要节能灯电容器厂广泛使用。普通品中高压电子铝箔具有高比容、强度好、电性能优良的特点，广泛用于生产家电、电源等产品。变频器专用系列电子铝箔具有一致性好、漏电流小、损耗低、耐纹波能力高、使用寿命长的特点，产品寿命试验达到 5000 小时以上，在国内同类产品中处于领先水平，

接近日本同类产品水平。

桂东电子专门设立了技术中心，积极推进中高压电子铝箔相关技术的研发，该中心现有人员 86 人，其中专职研发人员 30 名，高级职称 5 人，中级职称 18 人，主要为公司技术改造与技术开发提供支持。研究成果主要有：“中高压腐蚀、化成电子铝箔”、“铝电解电容器用中高压铝箔腐蚀化成技术开发”、“交流马达起动铝电解电容器用阳极化成箔新工艺的研究与开发”、“高强度节能灯用铝电解电容器化成箔”、“高压高性能化成箔的研究与开发”、“超高比容节能电子产品用储能材料生产工艺研究与开发”、“闪光灯节能电子产品用储能材料的研究与开发”、“540Vf 液渍高压长寿命化成工艺开发”、“大型长寿命铝电解电容器用腐蚀工艺”等。

为保持技术不断创新，进一步提高技术开发、技术引进消化能力，桂东电子结合行业特点和市场发展，明确以技术发展为龙头，跟踪行业技术的发展，与科研单位、设备制造商紧密合作，引进、消化和自主开发新技术，提高公司技术水平，公司在分配和奖励机制上向科研技术人员倾斜，鼓励员工不断创新。

综合来看，公司及控股子公司拥有与经营业务相适应的研发模式、技术部门和核心技术人员，能够满足业务发展的需要。

3.人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长、总裁和副总裁及财务负责人等共 17 人，平均年龄 47 岁，有丰富的从业经验，对行业的整体状况和公司的运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长秦春楠先生，46 岁，在职研究生。曾任广西昭平县委政策研究室副主任、县委办公室副主任，昭平县巩桥乡党委副书记、乡长，昭平县县长助理、县政府办公室主任，广西贺州地委组织部办公室主任、调研科科长，广西贺州地委组织员，贺州市委组织员、市委组织部部务委员、办公室主任、副部长，广西贺州市八步区委副书记，贺州市水利电力局党组书记、局长，现任广西贺州投资集团有限公司副董事长、总经理、党委副书记，广西桂东电力股份有限公司党委书记。

公司董事、总裁兼财务负责人陈其中先生，46 岁，硕士学历，高级工程师。曾任贺州地区电业公司电试所所长、广西桂能电力有限责任公司昭平水电厂副厂长、贺州地区电业公司中胜火电厂总工程师室副主任、贺州地区电业公司总工程师室主任、公司生产技术部副经理、合面狮电厂副厂长、厂长，现任公司董事、总裁兼财务负责人，昭平桂海电力有限责任公司副董事长，贺州市桂东电子科技有限责任公司副董事长，广西吉光电子科技股份有限公司董事，钦州永盛石油化工有限公司监事会主席。

截至 2011 年 9 月 30 日，公司在册全日制员工 998 人，其中生产人员占 57.6%，技术人员占 14.9%，销售人员占 0.5%，行政人员占 22.7%，财务人员占 4.3%。

总体看，公司主要管理人员在水电行业具有丰富经验，了解行业技术、业务发展及未来

趋势，企业管理经验丰富；公司高管学历较高，专业技术人员占较大比重，符合其经营和发展需要。

4. 安全和环保

安全生产情况方面，公司严格遵守国家相关标准并制定了运行规程、事故调查处理规程、安全规程和电网调度规程、电网处置大面积停电事故应急预案等内部控制制度。建立了比较完善的安全管理体系，包括《安全工器具管理制度》、《安全生产工作奖惩制度》、《安全文明生产现场管理考核试行办法》、《生产技术部安全专责岗位规范》、《防误操作装置运行管理规定》、《电力系统继电保护及安全自动装置反事故措施要点》等相关制度。公司还制定了检修管理办法、检修工艺规程和检修项目验收标准，执行三级验收管理办法，保证检修维护质量；在进行电气设备倒闸操作时，严格执行《电气操作导则》；在进行设备预防性试验时，严格执行《电力设备交接班和预防性试验规程》。根据贺州市安全生产监督管理局出具的证明，公司及其控股子公司近三年来未因违反安全生产方面的法律法规而遭受处罚。

环境治理方面，公司是水力发电企业，水电是无污染的清洁能源。公司水电厂的水库均依山靠水而建，通过修建水库大坝可以起到防洪固堤、防止水土流失的作用。根据贺州市环境保护局出具的证明，公司及其控股子公司在其生产经营过程中遵守国家和地方环境保护法律、法规，符合有关环境保护的要求，未因违反环境保护法律法规而遭受处罚。

总体来看，公司具有较高的生产技术和科学合理的生产工艺流程，建立有完备的质量控制制度，有效的安全生产措施，生产工艺符合环境保护相关法规。

5. 外部支持

近年来，贺州市发挥独特的区位、资源优势和政策优势，大力发展资源开发、加工型的特色工业，突出发展市场潜力大的电力、林产、造纸、制药、冶炼等优势产业，经济发展步伐明显加快。2010 年完成国内生产总值为 285 亿元，比上年增长 12.5%。良好的宏观经济环境为公司发展奠定了基础。

从自然资源条件方面看，公司地处桂江和贺江流域，水利资源较为丰富。桂江流域上游青狮潭水库、砚田、华江一带是广西的暴雨中心，年降雨量 2000 毫米至 2400 毫米，水量充足，蓄水区域水力资源丰富，具有较好的蓄水条件和水能利用条件。

从国家政策扶持来看，水电行业是国家“十二五”规划提倡的清洁能源和大力发展的产业，符合国家正在实施的可持续发展战略。公司 2002~2010 年享受国家鼓励类优惠政策，减按 15% 的税率缴纳企业所得税，子公司桂能电力有限责任公司和桂东电子科技有限公司按 15% 的税率缴纳企业所得税。当地政府给予税收等方面的政策支持为公司的发展创造了良好的环境。

五、公司管理

1.治理结构

广西贺州投资集团有限公司持有公司 52.21%股权，为公司控股股东，公司的实际控制人为贺州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

目前公司设有股东大会、董事会、监事会以及总经理负责的管理层。股东大会是公司最高权利机构，不存在任何一股东超越股东大会直接或间接干预公司的决策和经营活动的情形。公司按照《公司法》、《证券法》和中国证监会颁布的《上市公司治理准则》等文件要求，积极完善公司法人治理结构和公司治理制度。

公司董事会由 11 名董事组成，其中董事长 1 名，独立董事 4 名，公司制订了《独立董事制度》、《独立董事年报工作制度》，对独立董事的任职条件、产生和更换程序、特别职权、独立意见的发表、工作条件、年报编制和披露过程中的责任和义务等做出了规定；监事会由 5 名监事组成，监事会依据公司章程和股东大会授权，对董事会、总经理及其他高级管理人员、公司运营进行监督；总经理、董事会秘书由董事会聘任或解聘，总经理依据公司章程和董事会授权，主持公司日常经营管理活动，并负责提名其他高级管理人员任命。

公司高级管理人员报酬由薪酬和年度奖金两部分构成，由相关机构或部门依据有关指标及标准对经理层和高级管理人员的业绩和履行职务情况进行考评，对提高经营者的创造性和公司的发展起到积极的促进作用。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2.管理体制

公司总部下设总裁办公室、审计部、财务部、证券部、电力调度中心、生产技术部、人力资源部、安全监察部、营销管理部、工程部、保卫部等部门（附件 1），并制定了相应的工作制度，各部门分工明确，统一执行公司颁布的各项规范制度，充分发挥各自专业作用。

财务管理方面，公司实行“统一管理、分级经营、统一考核、分级核算”的财务管理办法；建立以公司总部为资金管理中心、利润中心、投资中心，以各下属单位为成本中心的财务核算体系。公司依据《会计法》和国家统一的会计控制规范，建立并制定了公司财务管理制度。明确会计凭证、会计账簿和会计报表的处理程序，建立和完善了会计内部监督、会计档案保管和会计交接办法，以充分发挥会计的监督职能，有效加强对原始凭证、财务收支的审核监督和资产保护控制。

投资管理方面，公司对短期投资项目和长期投资项目的批准权限分别进行明确规定，对重大对外投资项目进行决策之前，公司相关部门必须对拟投资项目进行可行性研究，并由高层领导会商后报送董事会、股东大会批准。公司对外投资实行预算管理，投资预算在执行过程中，可根据实际情况的变化合理调整投资预算。

安全生产方面，公司建有较为健全的安全生产管理制度及程序，制定了详尽的安全管理

制度及应急预案。公司严格按照有关规定，对固定资产进行定期检查、维修和保养，及时消除安全隐患，降低固定资产故障率和使用风险；抓好安全生产教育管理，注重保护职工的职业健康安全。公司在积极开发水资源的同时注重环境保护，严格遵守国家有关的林业、土地、自然保护区等法律法规，加强管理，特别是加强对施工人员的生态环境保护意识教育，对工程施工的全过程进行监督管理。

人力资源管理方面，公司注重职工培训，大力提倡“以人为本，学习为先”的理念，关注职工的健康、安全和满意度，营造了尊重知识、尊重人才、尊重劳动、尊重创造的企业环境，培养了一支有知识、有文化、技术过硬、本领高强的高素质职工队伍，为企业发展提供了雄厚的技术力量。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入主要由电力销售、电子铝箔、石油贸易等板块构成，其中电力生产和销售是公司主要业务，通过控股子公司经营的有电子铝箔、石油贸易和旅游等业务。公司近三年经营规模逐年较快增长，营业收入由 2008 年的 96,600.12 万元增长至 2010 年的 199,642.09 万元，年均增长率为 43.76 %。

在公司主营业务中，电力销售业务是最主要的收入和利润来源，公司生产的电力主要用于桂东地区的企事业单位和居民的生产生活用电。从下表可看出，近三年公司电力销售收入始终占主营业务收入的 60%以上，其营业收入保持了年均 27.21%的增长速度，经营状况稳定。从毛利率方面看，2010 年公司售电毛利率为 27.23%，比上年同期增加 3.58 个百分点，主要是由于公司成本较低的水电自发电量增加较多及综合售电价提高所致。

表 2 近三年公司主营业务收入构成情况

产品	2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 1-9 月	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
电力	75,317.27	77.97	88,817.99	61.15	121,875.04	61.24	95,153.35	65.14
中高压电子铝箔	14,583.46	15.10	17,446.52	12.01	33,100.21	16.63	30,140.71	20.63
石油贸易	6,181.74	6.40	38,492.52	26.5	43,201.37	21.71	19,992.05	13.69
旅游收入	300.07	0.31	277.71	0.19	503.12	0.25	449.04	0.31
电力设计咨询	217.58	0.23	202.07	0.14	323.46	0.16	339.31	0.23
合 计	96,600.12	100	145,236.80	100	199,003.21	100	146,074.46	100

资料来源：公司年报

中高压电子铝箔销售是公司第二大主营业务，由公司控股的桂东电子生产和销售。电子铝箔属于电子制造业，产品主要用于生产铝电解电容器。近年来该产品市场需求旺盛，2010 年随着电子铝箔生产线的增加，产品销售收入大幅提升，比 2009 年增长 89.72%，达到

33,100.21 万元，占公司营业收入总额的比重提升至 16.63%。由于产品售价提高，中高压电子铝箔毛利率由 2008 年的 20.47% 上升至 2010 年的 29.34%，2011 年 1~9 月更是上升至 32.69%，保持了较好的增长态势，已经成为公司新的收入和利润增长点。

公司石油贸易业务由控股子公司钦州永盛石油化工有限公司负责运营，其主营业务为柴油、汽油、煤油的批发。2010 年末，石油贸易收入达到 43,201.37 万元，占公司营业收入的比重达到 21.71%；旅游业务系由公司控股子公司广西桂能电力有限责任公司之子公司广西昭平黄姚古镇文化旅游有限公司运营、管理和维护。近三年旅游业务收入呈稳定上涨趋势，2010 年收入达到 503.12 万元，虽占总收入比重较小但毛利率很高，2010 年达到 59.05% 的水平。

表 3 近三年公司主要业务毛利和毛利率情况

产品	2008 年			2009 年			2010 年			2011 年 1-9 月		
	毛利 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
电力	27,704.48	89.27	36.78	20,352.27	76.31	22.91	33,185.86	71.30	27.23	24,706.51	71.50	25.96
中高压 电子铝箔	2,985.91	9.62	20.47	3,879.71	14.55	22.24	9,710.30	20.86	29.34	9,852.92	28.52	32.69
石油贸易	122.96	0.40	1.99	2,268.62	8.51	5.89	3,349.81	7.20	7.75	-266.02	-0.77	-1.33
旅游	222.30	0.72	74.08	168.98	0.63	60.85	297.07	0.64	59.05	259.46	0.75	57.78
合计	31,035.65	100	---	26,669.6	100	---	46,543.04	100	---	34,552.87	100	---

资料来源：公司年报。

2. 电力生产与销售

采购

公司水力发电主要是利用经拦蓄后具有一定势能的水资源。公司电力来源主要包括自产电力和外购电力两部分。受当地用电需求量增加，以及降水量减少自发电受限等因素影响，公司外购电力占比相对较高，2010 年公司电力总量中自产电力占 39.22%，外购电力占 60.78%。自产电力包括公司控股的四家电厂，2008 年~2010 年年均产电量为 111,376.29 万千瓦时。外购电力主要来自广西电网和湖南电网及附近区域小水电等。从下表可以看出，受年降水量变化影响，自产电力产量每年会产生一定波动，降水量少的年份公司自产电力将减少，需要购入更多外部电力以保证网内工农业生产和人民生活用电需要。外购电力的盈利来自购售电价差。公司多年来已形成比较稳定的用电客户群，市场占有率稳步提高，盈利能力稳定。

生产

水力发电的生产设备主要包括：导水机构、水轮机、发电机、变压器和电气开关设备等。主要辅助系统设备包括：透平油及绝缘油系统、压缩空气系统、技术供水系统、渗漏及检修排水系统、控制保护系统、厂用电系统、坝区溢洪系统等。水力发电业务的流程主要是通过建设水库提高水位，然后将水库里的水经过引水系统引至厂房内的水轮机导水机构，使水流

经水轮机将水的势能转换为动能驱动水轮机旋转，从而带动发电机转子旋转产生旋转磁场，发电机定子线圈在旋转磁场中利用电磁感应原理转换成电能，经过变压器升压后送至电网，最后通过电网向社会各用户提供电力。

表 4 近三年公司电力采购量情况（单位：万千瓦时）

单 位		2008		2009 年		2010 年		2011 年 1-9 月	
		购电量	比例 (%)	购电量	比例 (%)	购电量	比例 (%)	购电量	比例 (%)
自 产 电 力	合面狮水电厂	32,249.02	14.51	24,428.62	9.53	37,221.40	12.87	19,420.63	8.51
	昭平电厂	28,069.65	12.63	24,444.24	9.53	25,050.78	8.66	19,820.94	8.69
	巴江口水电厂	42,002.50	18.90	33,590.50	13.10	34,669.75	11.99	27,526.25	12.07
	下福水电厂	20,180.35	9.08	15,771.78	6.15	16,450.28	5.69	13,290.49	5.83
	小计	122,501.52	55.13	98,235.14	38.31	113,392.21	39.22	80,058.31	35.10
外 购 电 力	广西区网	71,002.14	31.96	102,184.62	39.85	98,707.43	34.14	75,569.82	33.13
	湖南电网	18,170.14	8.18	44,749.40	17.45	60,118.85	20.79	63,682.51	27.92
	其他	10,517.14	4.73	11,245.28	4.39	16,891.75	5.84	8,801.56	3.86
	小计	99,689.42	44.87	158,179.30	61.69	175,718.03	60.78	148,053.90	64.90
合 计		222,190.94	100	256,414.44	100	289,110.24	100	228,112.21	100

资料来源：公司提供。

电力产能与装机容量密切相关，电力产量与公司所处流域来水情况密切相关。公司管理着4家水电厂，其中全资的下属电厂合面狮电厂位于贺江下游，集雨面积6260平方千米，总库容2.96亿立方米，属季调节水库电站；公司控股的昭平水电厂、巴江口水电厂、下福水电厂位于桂江流域，集雨面积13170平方千米，为径流电站。截至2010年底，公司水电总装机容量近30.4万千瓦，其中权益装机容量25.56万千瓦。2008~2010年及2011年1~9月，公司分别完成发电量12.25亿千瓦时、9.82亿千瓦时、11.34亿千瓦时和8.01亿千瓦时。2008年和2010年来水均匀，公司电力产量较高，而2009年下半年持续干旱，水电发电产能利用率较低。公司产能利用不足主要原因是水电行业存在枯水期和水量是否均匀等因素影响，从实际经营情况看，公司自产电力严重不足，每年需从外部采购大量电源。目前，公司正在重点建设桂东电网220千伏输变电工程项目，以进一步完善和优化公司电网网架结构，提高供电可靠性，扩大供电规模。

公司严格执行国家标准、电力行业标准和公司内部相关质量控制制度。公司以电力调度部门为中心，对电力系统的电能质量实行全面、实时的监测，同时通过技术改造以保证机组设备的安全、可靠和经济运行。公司拥有完整的供电网络，发电厂机组及供电设备均采用国内较先进的设备，大大提高了发、供电的可靠性，各项指标均达到或超过相关标准。目前，公司的质量控制体系运行正常，质量管理制度基本得到了贯彻落实，电厂发电、供电设备的可靠性指标和各项技术经济指标均保持了较好水平。

销售

公司电力销售模式主要为直供和趸售，直供为供应终端用户，趸售为销售给其他电网。根据《电力法》规定，供电企业在批准的供电营业区内向用户供电。省、自治区、直辖市范围内的供电营业区的设立、变更，由供电企业提出申请，经省、自治区、直辖市人民政府电力管理部门会同同级有关部门审查批准后，由省、自治区、直辖市人民政府电力管理部门发给《供电营业许可证》。根据国家电力监管委员会核发的《电力业务许可证》（编号3062707-00040号），公司直供区域为：贺州市委、政府办公及驻地，贺州市旺高工业区，信都工业基地，贺州市驻梧管理处，梧州市旺铺工业区16家企业，苍梧林水变8家企业；趸售区域为：贺州市八步区、钟山县、富川县、昭平县、梧州市旺铺镇。公司目前的电力产品市场占有率情况：贺州市下辖的三县二区60%，有关厂矿80%，梧州市及下辖的县市3%，广东郁南罗定等共5%，湖南相关县市共5%。由于电力销售具有区域优势，公司多年来已形成比较稳定的用电客户群，市场占有率情况稳定。2008-2010年及2011年1-9月，公司实现财务售电量分别为20.25亿千瓦时、23.82亿千瓦时、28.96亿千瓦时和22.38亿千瓦时，总体呈现稳定增长态势。

表 5 2008 年~2011 年 9 月电力产销量及平均售价情况

项 目		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
产量（亿千瓦时）		12.25	9.82	11.34	8.01
销量（亿千瓦时）		20.25	23.82	28.96	22.38
平均售价	居民用电（元/千瓦时）	0.52	0.52	0.53	0.53
	工商用电（元/千瓦时）	0.87	0.9	0.85	0.85
	工业用电（元/千瓦时）	0.47	0.5	0.53	0.54
	农业用电（元/千瓦时）	0.30	0.30	0.33	0.33

资料来源：公司提供。

电力价格方面，公司执行的销售电价由具有管理权的物价行政主管部门核定。近年来，广西政府每年根据环境变化和电力企业实际情况对用电价格进行调整，优化销售电价结构。电力销售价格整体逐渐提高，在一定程度上弥补公司发电成本，保证了电力销售利润的稳定。销售结算方面，公司一般以 30 天为周期采用现金和票据等方式进行结算，并对电费回收进行较为严格的控制管理，降低收费风险。

3. 电子铝箔

电极箔是铝电解电容器的关键原材料，是电子材料的典型代表，其过程融合了机械、电子、化工、金属材料等多门学科和技术，属国家鼓励和支持的新型电子材料和基础电子产品。其腐蚀比容的高低决定了电容器的大小，而化成后氧化膜的质量水平决定了电容器的主要性能指标。铝电解电容器广泛应用于家电、激光切割机、马达启动、节能照明、闪光灯、大型焊机、变频设备、IT 产业和国防军工工业等方面。未来几年内我国工业节能降耗(变频器，电动车电源等)，消费电子升级以及新能源领域的发展，将不断拓宽中高压铝电解电容器应用领域，其关键原材料的中高压电极箔将迎来广阔发展。未来 3-5 年国内中高压电极箔的增长

率将达 20%左右。电子铝箔将成为需求增长最快的细分行业之一。需求的快速增长和技术壁垒将为公司电子铝箔业务带来中长期的业绩增长。

采购

电子铝箔的原材料主要是光箔、电池酸、碳酸氢铵，也需要消耗电和煤等能源。2010 年电力和光箔的采购金额占比分别为 43.84%和 46.87%，上述原材料货源稳定充足，且均可在国内直接采购。从下表看出，近年来大多数采购原料平均采购价格自 2009 年开始有所下降，2011 年后又小幅上涨。电池酸的价格自 2009 年后大幅下降，保持着较低水平，2011 年略有上涨。中高压电子铝箔产品的生产过程需要大量且稳定的电力供应，作为发电企业的母公司保证了生产的安全稳定，在供电上对桂东电子优先供给，使其在能源上有一定的优势。煤的价格则呈现逐年上涨的态势，目前仍有一定的上涨趋势，但由于煤炭在总成本中的比重较小，其价格的变动对公司影响不大。

表 6 近三年一期电子铝箔主要原材料的采购量及采购的平均价格

产品	项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
光箔	采购量（公斤）	1,066,736.84	1,079,383.80	1,961,509.70	2,157,082.40
	采购均价	47.69	43.29	43.73	45.16
电池酸	采购量（公斤）	4,094,160.00	3,874,710.00	6,807,850.00	7,666,360.00
	采购均价	1.23	0.48	0.57	0.71
碳酸氢铵	采购量（公斤）	6,659,600.00	6,942,000.00	11,774,000.00	9,733,570.00
	采购均价	0.74	0.58	0.64	0.72
煤	采购量（公斤）	4,670,180.00	5,290,840.00	8,286,080.00	9,885,140.00
	采购均价	0.71	0.72	0.68	0.81

资料来源：公司提供。

从材料供应商情况来看，公司各种材料供应商主要来自单一客户，主要原因是：公司生产的电子铝箔对其原材料——铝光箔有较高的质量要求，主要从新疆众和股份有限公司购买。电池酸、碳酸氢铵和煤由于需求量不大，因此公司选择长期合作的单一供应商即可满足生产需要。

值得注意的是，公司对电子铝箔产品原材料的供应商集中度较高，如果供应商提高价格将对公司经营产生不利影响。

生产

近年来，公司中高压电子铝箔生产规模持续扩大，该业务已成为公司收入 and 利润的新增长点。截至2011年9月底，桂东电子已拥有20条腐蚀生产线和53条化成生产线，2008-2010年及2011年1-9月，分别生产中高压电子铝箔产品271.44万平方米、306.04万平方米、518.68万平方米和515.4万平方米。随着2011年下半年新的生产线投产，公司年生产能力已达到1000万平方米。目前公司的产能利用率约70%。未来几年桂东电子将进一步扩大生产规模，公司未来目标是将其打造成主要技术指标达到国际先进水平，在全国名列前茅的中高压电子铝箔生产基地。

销售

电子铝箔的销售模式为桂东电子销售部门自行对外销售给下游客户。桂东电子基本采用以销定产的方式组织生产。从表7可以看出，目前公司的产品基本上处于供不应求的状态，电子铝箔的产销规模扩充幅度最大，2008年至今产品生产规模年均增长速度为38.23%，产品销售规模年均增幅为45.63%，这表明该产品市场潜力很大，未来公司将继续加大研发投入，开发更多适应市场的新型产品。电子铝箔的定价策略都是市场定价，该定价考虑到区域市场同类产品的价位、产品供需情况等。近三年电子铝箔由于市场需求旺盛，价格逐年上升，2010年平均价格为63.17元/平方米，较2009年上涨15.8%。说明电子铝箔作为行业高端产品，在市场中较好的议价能力。销售结算方式方面，公司主要采用电汇、票据方式结算，除少数主力客户外，大部分订单以30天为结算周期。

表7 2008年~2011年9月电子铝箔产销量及平均售价情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
产量（万平方米）	271.44	306.04	518.68	515.4
销量（万平方米）	247.06	319.84	523.95	432.4
平均售价（元/平方米）	59.02	54.55	63.17	69.71

资料来源：公司提供。

目前公司的销售市场既包括国内市场也面向国外市场。2010年以前90%以上的产品销售给国内客户。2011年以来，公司加大力度开拓国外市场，产品销往日本、韩国、东南亚等国家和地区。2011年1~9月份，电子铝箔在国外的销售额占总销售额的32%，比2010年提高了23个百分点。可以预测，公司未来国外市场的销售份额将继续增长。

表8 电子铝箔产品前五名客户情况

客户名称	2008		2009		2010		2011 年 1-9 月	
	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)	销售额 (万元)	占比 (%)
深圳江浩电子有限公司	4,516.76	26.69	11,152.40	29.06	11,152.40	29.06	10,924.60	31.80
益阳资江电子元件有限公司	1,358.89	8.03	1,146.82	5.63				
深圳市必事达电子有限公司	1,276.47	7.54						
广西吉光电子科技股份有限公司	885.14	5.23	947.68	4.65	2,328.79	6.07	2,285.70	6.65
河源华拓电子股份有限公司			1,167.51	5.73				
厦门法拉和信电子有限公司	610.40	3.61						
湖南艾华集团股份有限公司			1,260.56	6.19	6,325.70	16.48	2,796.20	8.14
益阳市鹏程科技发展有限公司					1,124.73	2.93		
韩国三和电机有限公司					1,122.28	2.92	2,384.93	6.94
万裕电子有限公司							3,629.87	10.57

资料来源：公司提供。

客户集中度的高低决定了公司产品销售中议价能力的高低，从下表可以看出，公司2008年至今前五大客户中有两位未发生改变，其中第一大客户深圳江浩电子有限公司一直没有改

变，且资金、信誉等都较好。此外，公司前五大客户销售额占公司销售收入比始保持在 50% 左右，除第一大客户外其他客户的销售额占比均低于 10%，这说明公司未对某一客户形成依赖。总体来看，公司销售收入质量和稳定性都有较好的保证。

4. 石油贸易及旅游

公司的子公司钦州永盛石油化工有限公司（以下简称“钦州永盛”）主要从事煤炭、成品油和石化产品的批发和销售。该业务自2009年起步，发展势头较好。销售模式主要是通过签定购销合同赚取差价，或者低买高卖赚取价格波动的收益。结算方式主要包括预收预付和赊销。从销售量来看，近三年除了成品油有较大波动外，煤炭和石化产品的销售量逐年大幅增长，石油贸易收入占总销售收入的比重逐渐提高。由于该类产品的特殊性，销售价格会根据市场情况发生变化，从而带来一定的价格波动风险。公司计划未来几年继续利用钦州永盛成品油批发特许经营平台，扩充销售渠道，做好贸易经营业务，规范化发展，持续发挥效益。

表 9 2008 年~2011 年 9 月石油贸易产品销售量及平均售价情况

产品	项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
煤炭	销量（吨）	42,167.50	188,420.00	551,773.13	171,931.66
	单价（元/吨）	837.7	530.47	545.47	576.28
成品油	销量（吨）	5,802.59	45,813.21	8,393.99	2,658.95
	单价（元/吨）	4,565.82	5,416.02	5,499.63	7,298.76
石化产品	销量（吨）	-- --	7,911.97	14,427.29	12,228.33
	单价（元/吨）	-- --	4,657.26	5,882.82	6,659.31

资料来源：公司提供。

公司旅游业务主要是黄姚古镇景区的管理和运营，该景区连续被评为“中国最具旅游价值古城镇”、“中国最值得外国人去的50个地方之一”、“中国历史文化名镇”、“中国最美的十大古镇”、“全国农业旅游示范点”、“国家AAAA级景区”。近三年黄姚古镇旅客量逐年增长，2008-2010年及2011年1-9月，黄姚古镇接待旅客量分别为85,753人，111,146人，162,937人和155,055人。该地区主要客流来自广东、湖南等周边省市和地区，目前公司正进一步完善景点基础设施建设，不断加快旅游开发进度，增加游览项目，加大宣传力度，随着高速公路的开通，黄姚古镇将迎来更大的发展机遇。

5. 经营效率

2008 年~2010 年公司应收账款周转率分别为 6.58 次、7.87 次和 6.29 次，存货周转率分别为 18.50 次、28.49 次和 33.02 次，总资产周转次数分别为 0.37 次、0.53 次和 0.61 次，除了应收账款周转率 2010 年较上年有所下降外，其余指标均呈现了逐年上升的态势。与同行业上市公司对比，2010 年公司应收账款周转率、存货周转率处于行业较低水平，总资产周转率处于行业较高水平。考虑到公司除经营水电业务外，还经营电子铝箔、石油贸易等其他业

务，而上述业务在应收账款及存货管理方面较水电业务有较大不同，造成公司与同类水电企业在经营效率数据方面存在较大差异。

总体来看，公司经营效率尚可，但未来仍有较大的改善提升空间。

表 10 2010 年我国主要电力生产企业经营效率情况（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
国投电力	8.29	15.4	0.17
三峡水利	42.23	5.82	0.36
郴电国际	27.09	49.60	0.48
文山电力	126.2	236.20	0.71
平均	50.95	76.76	0.43
桂东电力	6.29	33.02	0.61

资料来源：wind 资讯，由于计算方法不同，公司指标有差异，为了可比性，表中均采用 wind 数据。

6.投资项目

公司于 2010 年 5 月完成非公开发行 2,720 万股新股（人民币普通股），募集资金净额 43,923.81 万亿元。公司运用非公开发行股票募集资金投资项目情况如下表所示：

表 11 1 公司目前重大项目基本情况

项目名称	项目概况	总投资	资金落实情况	预计投入运营时间
收购桂源水利 56.03% 股权	收购八步水电公司控股的桂源水利电业有限公司，有利于桂东电力进一步整合和充分利用电网资源，减少与控股股东贺州市电业公司电能的关联采购与销售，消除与贺州市电业公司的同业竞争，提高公司经济效益。	8,778.69 万元	非公开发行股票	于 2010 年 7 月完成收购
增资上程电力并建设大田水电站	对子公司上程电力增资并建设大田水电站，建设完成后其生产的电力将由桂东电力的电网销售。桂东电力对上程电力进行增资，有利于桂东电力扩大电力主营规模，统一调配电力资源，提高经济效益，增强持续发展能力。	10,000 万元	非公开发行股票	2013 年
投资桂东电网 220 千伏输变电工程	该项目包括新建八步 220 千伏变电站工程、信都 220 千伏变电站工程和白沙至信都 220 千伏双回输电线路工程等 3 个项目。	44,394.45 万元	项目资本金 13,794 万元来自非公开发行股票募集资金，其余资金由公司通过其它方式解决。	2012 年
对桂源水利增资并建设相关输变电工程项目	主要建设黄田、莲塘等乡镇的 110KV 输变电工程等 4 个项目，其余建设相关农网完善、城网改造等项目。	11,206 万元	非公开发行股票	2012 年

资料来源：公司提供。

公司对贺州市上程电力有限公司（以下简称“上程电力”）进行增资，有利于扩大电力主营规模，统一调配电力资源，增强持续发展能力。上程水电站工程位于贺州市八步区境内，

地处贺江一级支流湖罗河上游，项目由金鸡顶、大田和上程三座梯级水电站组成，其中大田水电站装机容量 1.2 万千瓦。大田水电站建设完成后，其生产的电力将由桂东电力的电网销售，对改善桂东电网的电力供需矛盾，促进贺州市经济社会发展具有积极意义。

投资桂东电网 220 千伏输变电工程和增资贺州市桂源水利电业有限公司（以下简称“桂源水利”）并建设相关输变电工程等项目，可以进一步完善和优化公司网架结构，扩大网架规模和供电市场，加大网间电量交换，大幅提高公司的电量交换能力，弥补桂东电网电力供应缺口，保障桂东电网的安全、稳定和可靠运行，从而增加公司经济效益，实现公司长远、稳定发展。

7. 未来发展

公司实施“一业为主，多元化发展”的发展战略，在主营业务逐步扩大市场份额、加大公司网架及电源点开发建设、坚持电源、电网、负荷同步发展的同时，也将积极推进公司石油贸易、证券、旅游、电子铝箔等非主营业务的稳步发展，进一步提升公司的综合竞争力。

发电方面，截止 2010 年底，公司控制的已经投产发电的水电总装机容量近 30.4 万千瓦，其中权益装机容量 25.56 万千瓦。公司将做好电源建设，挖掘新的电源点，目前投资的主要项目是建设上程水电站一期工程——大田水电站，公司还将继续积极寻找收购或兼并周边小水电，进一步扩大发电能力。

供电方面，为进一步完善和优化公司电网网架结构，提高供电可靠性，扩大供电规模，公司正在重点建设桂东电网 220 千伏输变电工程项目，从而建立和完善一个安全、技术性能可靠、灵活机动和适应联网操作的电力网架结构；公司将加大资金投入力度，着力按照电力行业新标准和新要求对未改造地区或对已进行改造但仍存在供电能力不足或供电可靠性较低问题的电网实施升级改造，努力使公司供电区域范围县市电网得到普遍改善，基本建成全面、安全可靠、节能环保、技术先进、管理规范的新型电网；同时利用桂源水利电网资源平台，拓宽网架的覆盖范围，增强公司的输电能力，扩大用电市场规模。

控股子公司方面，公司将进一步扩大桂东电子生产规模，积极持续推进研发工作，力争将其打造成主要技术指标达到国际先进水平，在全国名列前茅的中高压电子铝箔生产基地；利用钦州永盛成品油批发特许经营平台，在安全稳妥的情况下做好贸易经营，进一步扩充销售渠道，做好规范化发展，做大做强；加大对桂能电力控股的黄姚旅游公司的项目开发，不断完善旅游基础设施建设。

从实际情况来看，近年来公司保持较为平稳快速的发展态势。公司拥有完整的发、供电网络，是已上市公司中少数拥有“厂网合一”的电力企业，保证了收入和利润来源的稳定。尤其是在收购桂源水利后，客户类别更加广泛，销售价格明显提升，厂网一体化优势更加明显。由于公司电网处于桂、湘、粤边境三角地带，随着国家西部大开发战略政策的推动，泛珠三角合作的进一步深入，交通条件的改善以及 220 千伏输变电工程项目完工，公司电网覆盖区域内的电力需求将保持稳定增长。

总体来看，公司的发展战略切实可行，有利于公司的可持续发展和综合竞争力的提升，随着投资项目的逐步建成投产，未来公司的资产、收入、利润规模将进一步提高。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008 年~2010 年度合并财务报表已经北京市大信会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司于 2007 年 1 月 1 日起执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。公司的 2011 年 9 月财务报告未经审计。2008 年公司合并报表范围增加了子公司钦州永盛；2009 年增加了子公司上程电力，2010 年新增子公司桂源水利。

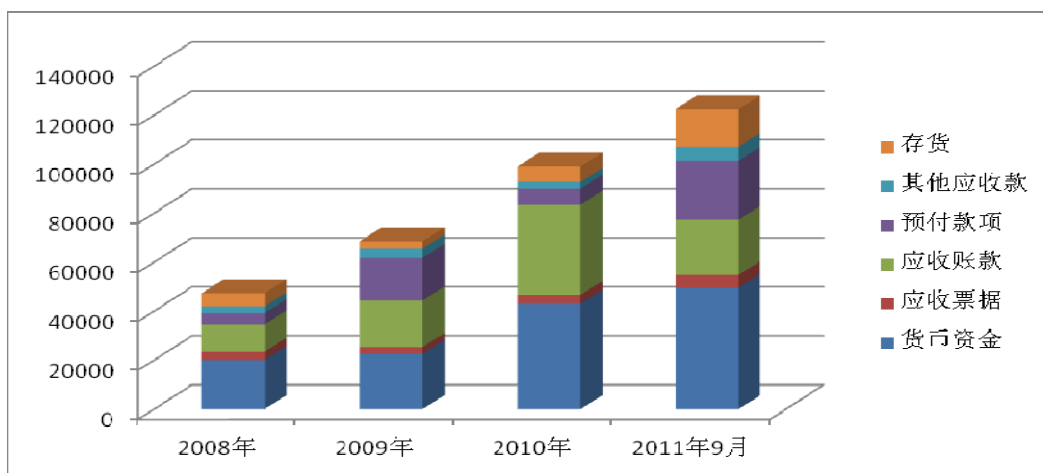
截至 2010 年底，公司合并资产总额 361,418.08 万元，负债合计 221,926.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 139,491.54 万元；2010 年公司实现营业收入 199,642.09 万元，净利润（含少数股东损益）18,120.97 万元；经营活动产生的现金流量净额 37,735.28 万元，现金及现金等价物净增加额 17,615.04 万元。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额 545,093.33 万元，负债合计 291,685.46 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 253,407.87 万元；2011 年 1~9 月实现营业收入 146,406.39 万元，净利润（含少数股东损益）11,837.67 万元；经营活动产生的现金流量净额 17,697.05 万元，现金及现金等价物净增加额 6,496.14 万元。

2. 资产质量

2008 年~2010 年公司资产规模增长较快，年均复合增长率为 17.97%，2009 年与 2010 年资产规模的增长率分别为 11.79%、24.48%。

图 6 2008-2011 年 9 月公司流动资产构成 单位：万元



数据来源：公司年报。

2010 年增长较快的原因主要是公司 2010 年 5 月非公开发行 2,720 万股新股（人民币

普通股), 发行价格为 17.01 元/股, 募集资金净额 43,923.81 万元。截至 2011 年 9 月底, 公司资产总额合计 545,093.33 万元, 其中流动资产占 22.45%, 其余为非流动资产, 非流动资产占比较高, 符合水电行业特点。

流动资产

2009-2010 年公司流动资产较上年上升比例分别为 44.82%、44.68%, 其大部分的增长归因于货币资金、预付款项与应收款项的增长。

2010 年公司货币资金增长较多, 货币资金规模达到了 43,112.84 万元, 货币资金期末余额较年初余额增加 90.39%, 主要是 2010 年收到非公开发行募集资金所致; 2011 年 9 月底, 货币资金期末比期初增加 15.07%, 主要是公司销售扩大, 补充流动资金储备增加所致。

2010 年公司应收账款余额及其占流动资产的比重增加较多, 主要原因是公司 2010 年售电增长及控股子公司桂东电子、钦州永盛本期销售增长以致在信用结算期内应收客户款项相应增加所致。截至 2010 年底, 公司应收账款余额 40,993.15 万元, 其中一年以内的占 98.06%, 公司分账龄按比例计提坏账准备, 坏账准备计提较充分; 截至 2011 年 9 月底, 应收账款期末比期初减少 38.74%, 主要是公司控股子公司钦州永盛收回上期大额应收款所致。公司的电力业务一般按月计收电费, 其应收账款风险很小; 电子铝箔业务一般按季结算, 有一定的坏账风险。

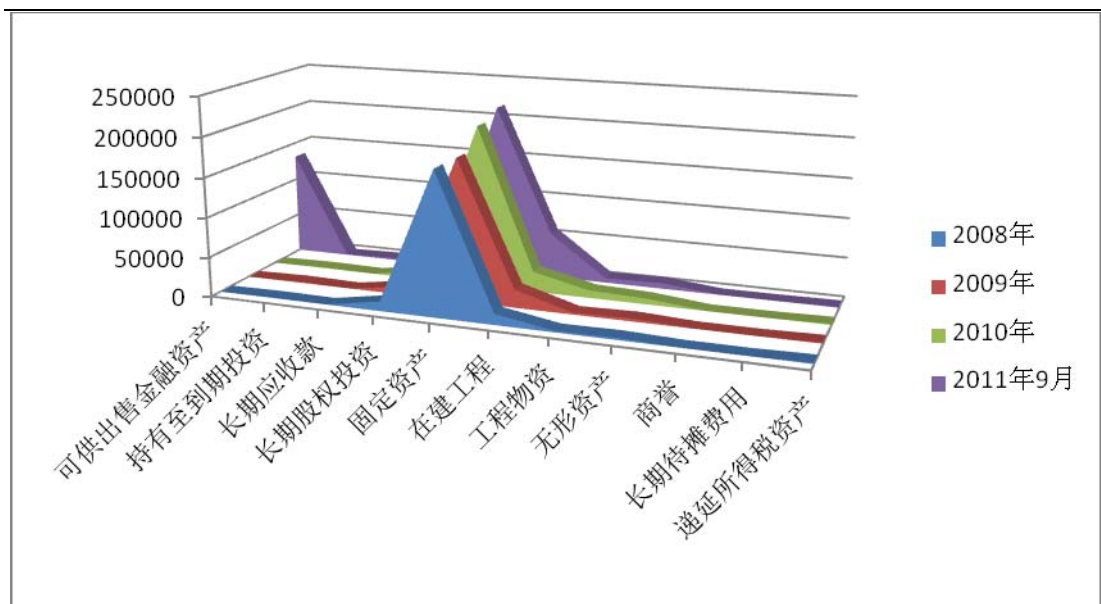
近三年, 公司预付款项波动增长, 其构成主要是预付的采购货款。2009 年增加较多, 期末余额较年初余额增加 281.32%, 主要原因是公司控股子公司钦州永盛 2009 年预付的采购货款增加所致。2010 年预付款项期末余额较年初余额减少 63.88%, 主要原因是钦州永盛本期对上期预付购货款进行结算所致。2011 年 9 月预付账款比年初增加 270.61%, 主要是钦州永盛预付购货款尚未进行结算。

公司存货主要是桂东电子的铝光箔和一些低值易耗品等构成, 一般情况下无太大的存货, 2009 年以来余额及其占流动资产的比重均较为稳定, 波动较小; 由于公司产品的特殊性, 公司对库存商品和低值易耗品均未计提跌价准备。

非流动资产

公司非流动资产持续小幅增长, 非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和商誉等构成, 截止 2011 年 9 月底, 公司非流动资产总计 422,696.29 万元, 占总资产比例 77.55%, 比年初增长了 61.08%, 主要来自于可供出售的金融资产大幅增加所致: 公司参股的国海证券股份有限公司借壳 SST 集琦上市于 2011 年 5 月 11 日经证监会审核通过, SST 集琦已完成股权过户等手续, 更名为国海证券股份有限公司, 并于 2011 年 8 月 9 日复牌交易(股票简称“国海证券”)。按 2011 年 9 月 30 日国海证券收盘价 16.58 元计算, 该项长期投资的股权市值为 13.12 亿元, 由长期股权投资科目转成了可供出售金融资产。在非流动资产的构成中, 主要是固定资产(占比 51.15%)、可供出售的金融资产(占比 31.05%)、在建工程(占比 13.59%)和无形资产(占比 1.70%)。构成情况如下图所示。

图 7 2008~2011 年 9 月底公司非流动资产构成 (单位: 万元)

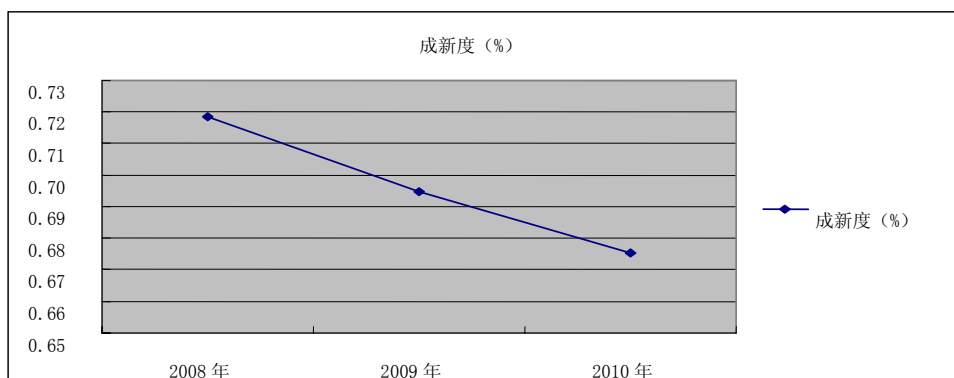


数据来源：公司年报，联合评级整理。

在非流动资产中，固定资产所占比重较大，主要是在建工程转入量大。其中 2010 年折旧额为 10,148.19 万元，由在建工程转入固定资产原价为 15,499.22 万元；公司 2010 年以固定资产抵押向银行取得借款 39,980 万元；由上图可看出在建工程的递增，估计在未来的几年随着在建工程的逐步结转，公司固定资产也会持续上升。

在建工程的比重低于固定资产，但近年来变化比较大。公司在建项目较多，资金投入量较大，其中包括 2010 年的上程水电站项目，输变电网建设工程、220KV 工程项目和一些旅游开发项目。2011 年 9 月在建工程期末比期初增加 122.65%，主要是公司新建 220KV 输变电工程、控股子公司桂东电子节能电子产品用储能材料技改项目工程进度加快、投入增加较多。此外，工程物资占总资产的比重也开始增加较多，主要是为在建工程的准备部分，其中 2010 年桂东电子因在建工程需要预付大型设备款。由于公司近三年没有投资建设新的大型水电站，计提折旧较多，公司的固定资产成新度呈下降趋势，如下图。

图 8 固定资产的成新度



资料来源：公司报表；联合评级整理。

由于水电行业本身其固定资产的占比大，固定资产的增加导致其折旧额也会跟随提升，从 2010 年数据来看，公司固定资产的上升比率为 14.44%，折旧率上升比重为 17.94%。

整体来看，公司的资产质量较好。

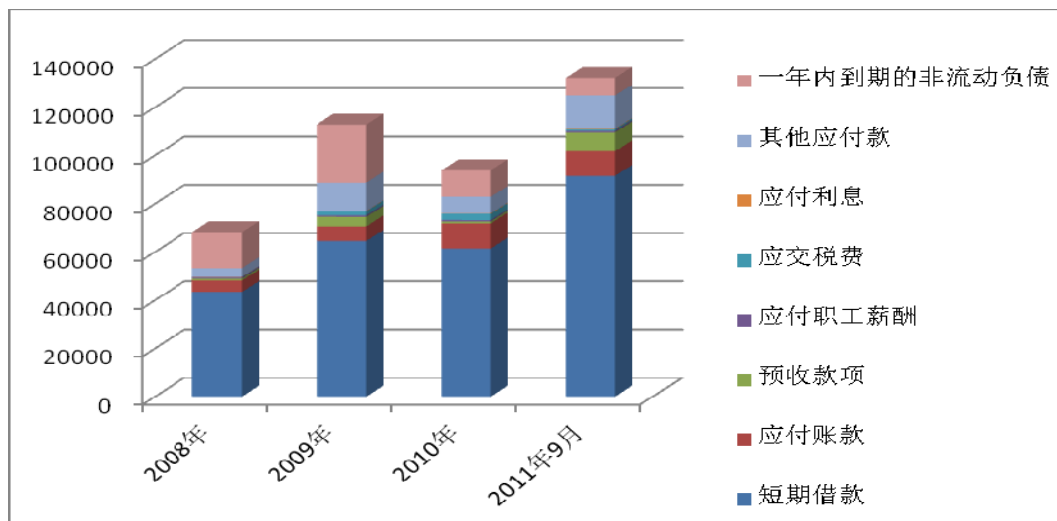
3. 负债及所有者权益

负债

随着公司经营需求的增加和在建工程投资额的增加，近三年流动负债比重持续上升，2008~2010 年分别为 68,229.4 万元、112,825.73 万元和 96,845.833 万元。2011 年 9 月上升至 132,101.52 万元，占负债的 45.29%，主要是短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

截至 2011 年 9 月末，公司短期借款余额 91,520.00 万元，占流动负债的 69.28%；应付账款 10,240.62 万元，占流动负债的 7.75%，应付账款主要是公司控股子公司桂东电子生产规模扩大，采购原材料增加所致；其他应付款 13,798.71 万元，占流动负债的 10.45%；一年内到期的非流动负债 7,300.00 万元，占流动负债的 5.53%。

图 9 2008~2011 年 9 月底公司流动负债构成（单位：万元）



资料来源：财务报表，联合评级整理。

公司的非流动负债主要是长期借款，变动较大，2010 年为 123,421.00 万元，比 2009 年上升了 16.11%，大多运用于在建项目的投入，金额较大的大多在 2012、2013 和 2019 年到期，公司本期公司债大部分将用于偿还银行借款，对公司的债务结构影响不大。2011 年 9 月底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.51%、48.45%和 35.48%，均处于行业较低水平，公司整体债务负担较轻。

所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益年复合增长率为 22.38%，主要源于 2010 年非公开增发所致。

截止 2011 年 9 月末，公司所有者权益合计 253,407.87 万元，其中股本占比 12.45%，资本公积占比为 71.60%，资本公积大幅增长（公司持有国海证券股权达 7915.87 万股，占国海证券总股本的 11.04%，国海证券成功借壳上市，该项长期股权投资根据相关会计准则计入可供出售金融资产，按规定将其公允价值变动计入资本公积，从而使得资本公积较去年同

期增长 147.30%)，未分配利润占比为 13.14%，盈余公积占比为 2.81 %。

公司所有者权益持续增长。因公允价值变动造成资本公积占比较高。

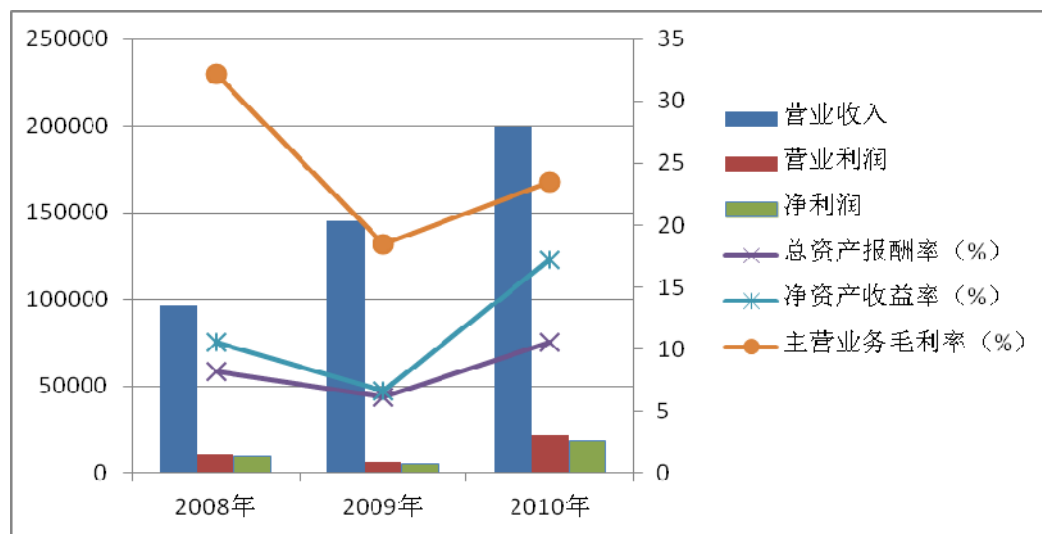
4.盈利能力

近三年在我国宏观经济持续快速增长的拉动下，公司的营业收入、营业利润、净利润保持较快增长，2008~2010 年增长率分别为 43.76%、39.94%、36.13%。2010 年公司分别实现营业收入、营业利润、净利润 199,642.09 万元、21,992.41 万元、18,120.97 万元。

2008~2010 年公司主营业务毛利率分别为 32.20%、18.45%、23.49%。2009 年下降较多，主要由于严重的干旱天气，公司水电厂流域来水不均衡及偏少，导致自发电量出现一定幅度的减少，而用电需求的增长使外购电量大幅度增加，成本提高，毛利润减少；2010 年有一定回升，主要是由于公司的控股子公司桂东电子、钦州永盛毛利率提高所致。

2008~2010 年公司的总资产报酬率分别为 8.22%、6.19%、10.56%。2009 年有较大的回落，主要由于毛利率从 2008 年的 32.20%降至 18.45%，同时总资产较 2008 年上升 11.79%所致。2010 年，公司电力供销、电子铝箔、石油贸易等三项业务的收入及利润均较上年出现较大幅度上升，尽管当年因非公开增发导致净资产及总资产规模出现大幅上升，总资产报酬率仍然出现了较大幅度的上升。

图 10 近三年公司收入、利润及盈利指标情况(单位：万元)



资料来源：财务报表，联合评级整理。

期间费用来看，2008~2010 年公司期间费用为分别为 1.71 亿元、1.92 亿元和 2.36 亿元。2010 年同比增加 22.79%，其中管理费用为 1.09 亿元，同比增加 36.47%，主要因为公司兼并企业及人员工资增加所致；财务费用为 1.09 亿元，基本增长稳定，都是贷款和融资所形成；销售费用本期比上年同期增加 33.04%，主要是控股子公司桂东电子本期销售规模扩大销售费用相应增加所致。2008~2010 年的费用收入比分别为 17.7%、13.19%、11.80%，呈逐年下降态势，表明公司具有较好的成本控制能力。

同业比较来看，公司盈利能力指标处于较好水平（如下表）。

表 12 公司的各项盈利指标与同行业上市公司对比情况(2010 年)

公司名称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售期间费用率 (%)	总资产报酬率 (%)	总资产净利率 (%)	净资产收益率 (%)
国投电力	22.87	6.67	14.01	3.46	1.13	5.62
文山电力	25.22	9.38	15.29	10.00	6.69	12.64
郴电国际	22.53	8.47	11.08	6.73	4.09	10.45
三峡水利	23.26	8.36	14.72	5.23	2.97	6.61
平均	23.47	8.22	13.77	6.35	3.72	8.83
桂东电力	23.67	9.08	11.80	10.14	5.56	14.21

数据来源：联合评级搜集整理。注：同业比较数据来自于 wind 资讯，计算口径可能与后面附表存在差异。

2011 年前三季度，公司实现营业收入 146,406.39 万元，较上年同期上涨 8.62%，实现利润总额 14,393.60 万元，较上年同期减少 6.85%，净利润 11,837.67 万元，较上年同期减少 7.50%。营业收入和成本增速较明显放慢的主要原因是广西出现严重干旱，公司自发电量不足和外购电量受限，发供电业务受到较大影响。但公司控股的桂东电子的电子铝箔业务近年来继续保持快速成长，为公司盈利成长打开空间。此外，国海证券完成借壳后，公司该项长期投资账面增值巨大，给公司提供良好的投资回报。

5. 现金流分析

公司近三年经营活动现金净流量一直为正，表明企业经营活动处于正常；因扩大生产规模，公司投资活动现金净流量一直为负值；2010 年 5 月，公司以 17.01 元/股的价格向 8 名特定投资者非公开发行 2,720 万股股票，募集资金总额为 46,267.20 万元，导致 2010 年筹资活动现金净流量增加较多。

从经营活动现金流量看，2010 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 216,701.28 万元，较上年增长了 35.58%，公司经营活动产生的现金流量净额增加了 186.23%，2010 年为 37,735.28 万元。经营活动现金净流量增加较多主要是由于 2010 年公司经营规模扩大，销售收入大幅增加所致；从公司现金收入实现的质量来看，公司现金收入比由 2010 年的 109.81% 上涨到 2011 年前三季的 131.08%，收入质量有所提高，主要是公司应收账款大幅减少所致。投资活动方面，公司 2010 年投资活动现金净流出 41,368.77 万元，较上年出现较大的增长，增幅为 43.43%，公司 2010 年增发募集资金部分用于收购桂源水利 56.03% 股权。

筹资活动方面，公司 2010 年增发成功，实际募集资金净额 46,267.20 万元，导致公司 2010 年筹资活动现金流入大幅增长，达到 147,522.56 万元，比上年增长了 17.72%，较大规模的筹资活动现金流入相应带动了筹资活动净流量的增加，2010 年公司筹资活动现金净流量达到了 21,258.04 万元，较上年大幅增长了 16.47%。2008 年公司经营活动现金超过投资所需的现金，对外筹资依赖性不强，2009、2010 年因为投资规模较大，经营活动不能够覆盖投资所需，需要筹资弥补。

2011 年前三季度，公司经营活动产生的现金流仍保持净流入状态，净流入 17,697.05 万元；投资活动支出继续保持较大规模，投资活动现金净流出 42,983.12 万元；由于公司 4 月份派

发每 10 股 5 元的现金股利并转增 5 股，出现股利支出，公司 2011 年前三季筹资活动净额为 31,807.02 万元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，经营获现能力较强，现金收入比率 2008~2010 年均值为 108.65%，收入实现质量正常。

6. 偿债能力

2008~2010 年末及 2011 年 9 月末，公司资产负债率分别为 64.14%、75.63%、61.40% 和 53.51%。目前公司资产负债率处于行业较低水平(水电行业见表 1)。

从短期偿债能力看，2008~2010 年公司的流动比率分别为 0.69、0.61、1.02，公司 2010 年度回到 1 以上，主要是应收账款和应收票据的增加：应收票据 2010 年较上年增长 31.93%，主要原因是销售增长，在信用结算期内采用银行承兑汇票结算款项增加所致；应收账款增长了 93.27%，主要原因是公司 2010 年售电增长及桂东电子、钦州永盛销售增长以致在信用结算期内应收客户款项相应增加所致。公司应收账款的大幅增加可能会增加坏账风险，但公司建立了相应的应收账款管理制度，整体风险较小。

从长期偿债能力看，2008~2010 年公司的 EBITDA 全部债务比分别为 0.19、0.09 和 0.18，整体波动较大，EBITDA 覆盖全部债务的比率较低，但符合水电行业投资大，回收周期长的特点。公司 EBITDA 债务利息偿付保障能力正常，经营现金流利息偿还能力正常。

表13 偿债能力变动表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
流动比率	0.69	0.61	1.02	0.93
资产负债率	64.14	75.63	61.4	53.51
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	1.53	2.75	3.05
经营现金流利息偿还倍数	1.98	1.17	2.97	1.64

数据来源：财务报表。

截至 2011 年 9 月底，公司重大诉讼仲裁事项已处理完毕，且金额较小，影响很小。

总体看，公司整体的资本支出较大，但资产负债率处于行业较低水平，债务利息偿付保障能力和经营现金流利息偿还能力正常。

八、本期公司偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

本期桂东电力拟发行公司债的额度为 100,000 万元，本期债券发行募集资金将用于归还银行借款，调整负债结构。

以公司 2011 年 9 月 30 日的财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 14.12%、36.64% 和 60.72%，负债水平有所上升，但仍处于行业较低水平，且本期公司债募集资金将大部分

用于偿还银行借款，对公司的债务负担影响不大。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2010 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 100,000 万元公司债的保护倍数分别为 0.35 倍、2.19 倍和 0.38 倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度正常，对本期债券偿还具有较好的保障。

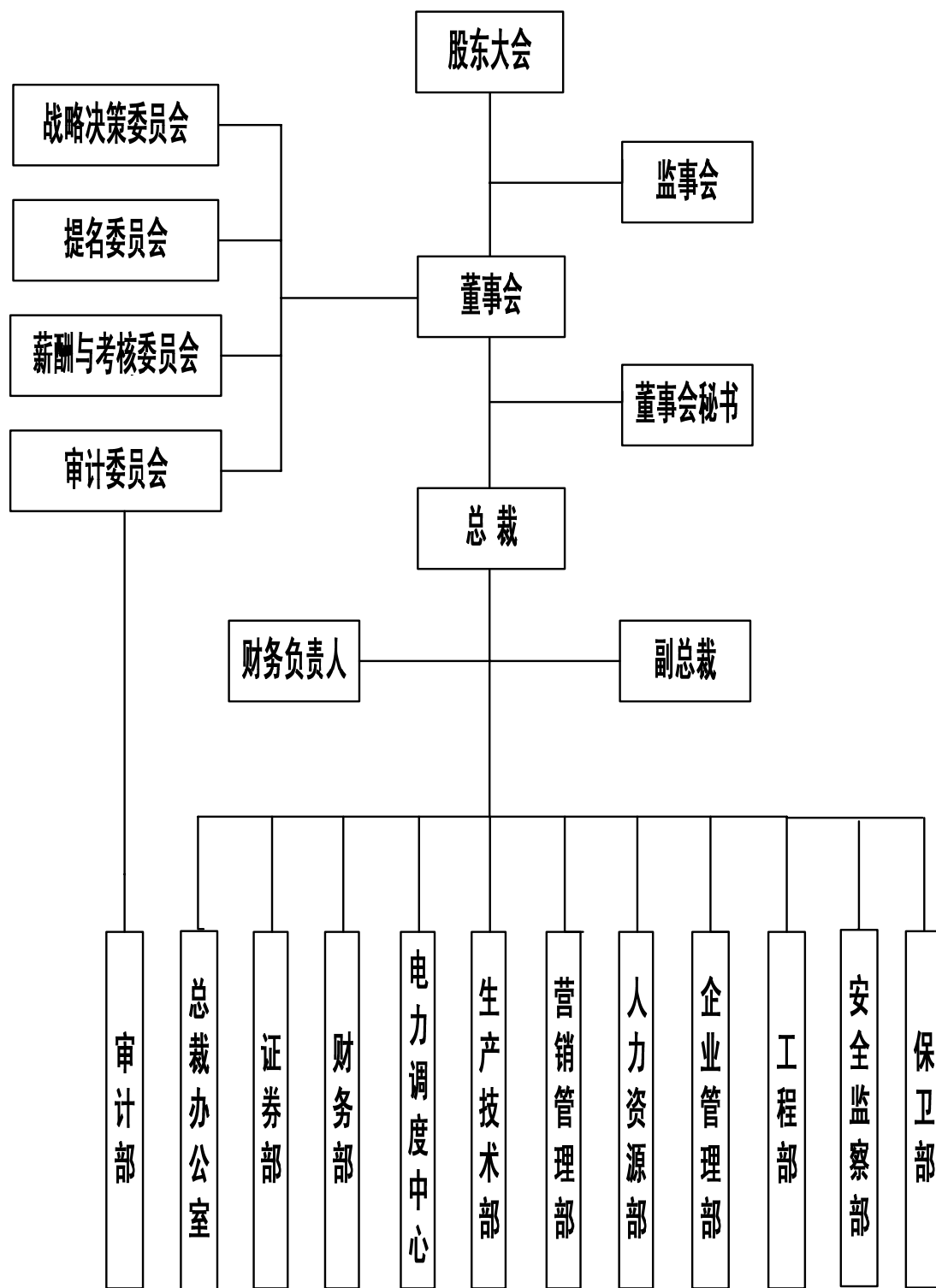
公司投资项目大多是水力发电和电网改造项目，在收购桂源水利后，客户类别更加广泛，销售价格明显提升，厂网一体化优势更加明显。由于公司电网处于桂、湘、粤边境三角地带，随着国家西部大开发战略政策的推动，以及 220 千伏输变电工程项目完工，公司电网覆盖区域内的电力需求将保持稳定增长。同时 2010 年干旱只是偶然现象，未来公司发展良好。

综合来看，本期债券的发行对于公司提升企业竞争力和运营效率将产生积极的影响。考虑到公司规模、竞争优势、区域内行业地位等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

作为工业化国家的基础和民生行业，我国的电力行业具有很大的发展空间，受到国家政策的大力支持。公司是全国水电行业中“厂网合一”、网架覆盖面最宽最完整、以 110KV 输电线路环网运行的地方电力企业，电网内发供电相互配套，形成了完整统一的发供电一体化体系，在技术上较领先。公司用户稳定，且在一定区域具有垄断性，其行业进入壁垒较高。公司的非电力板块发展势头良好，未来会给公司贡献较大的利润。虽然电力行业与宏观经济高度相关，宏观经济波动对公司经营产生不利影响；国家将逐步实行“厂网分开、竞价上网”的电力行业政策，对公司经营的外部环境有较大影响；公司发电能力受天气因素影响较大；但考虑到我国政府的可持续发展政策，将使我国的宏观经济保持长期稳定发展，加上公司区域竞争优势明显，地方政府支持力度较大，抵御外部风险的能力较强。综合看，公司不能偿还本期债券的风险很小。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 截至 2011 年 9 月底公司纳入合并报表范围的企业基本情况

序号	公司名称	性质	注册资金	成立时间	主营业务	持股比例
1	广西桂能电力有限责任公司	控股	4,733.00	1996.11.20	水力发电	93.00%
2	平乐桂江电力有限责任公司	控股	20,000.00	2002.11.18	水力发电、水电资源开发等	76.00%
3	昭平桂海电力有限责任公司	控股	12,000.00	2003.04.18	水力发电、水电资源开发等	82.62%
4	广西贺州市民丰实业有限责任公司	控股	2,685.38	2001.06.01	水力发电、电力供应、电力开发等	35.55%
5	广西贺州市桂东电子科技有限公司	控股	12,000.00	2002.03.12	生产中高压电子铝箔产品以及电子材料开发等	61.13%
6	贺州市华彩电力设计咨询公司	控股	80.00	2005.08.18	电力技术咨询服务	100.00%
7	钦州永盛石油化工有限公司	控股	3,000.00	1995.06.14	柴油、汽油、煤油的批发	85.00%
8	贺州市上程电力有限公司	控股	13,000.00	2004.10.28	水电资源开发	96.95%
9	贺州市桂源水利电业有限公司	控股	5,000.00	2008.02.20	趸购、直供、电力零售、水力发电	56.03%
10	国海证券股份有限公司	参股	71,678.06	1988.10.06	证券业务	11.04%
11	广西吉光电子科技有限公司	参股	5,500.00	2006.10.16	铝电解电容器及相关材料生产、销售等	34.72%

附件 3-1 广西桂东电力股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月末合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2008 年末	2009 年末	2010 年末	变动率(%)	2011 年 9 月末
流动资产：					
货币资金	20,050.83	22,644.03	43,112.84	46.63	49,608.99
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	3,391.75	2,673.84	3,527.50	1.98	5,124.30
应收账款	11,153.43	19,057.77	36,832.96	81.72	22,563.81
预付款项	4,556.09	17,373.40	6,483.69	19.29	24,029.13
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	2,788.24	3,740.39	2,751.82	-0.66	5,722.76
存货	5,306.53	2,933.42	6,287.60	8.85	15,348.06
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	47,246.87	68,422.85	98,996.43	44.75	122,397.05
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		131,245.10
持有至到期投资	741.54	1,353.25	1,126.72	23.27	933.88
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	12,025.38	10,830.55	11,931.69	-0.39	2,429.56
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	179,928.85	179,068.30	204,934.13	6.72	216,220.08
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	13,705.08	23,002.94	25,799.09	37.20	57,441.87
工程物资	1,928.95	2,347.94	9,693.31	124.17	5,940.65
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	2,591.95	3,682.34	7,229.35	67.01	7,190.38
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	75.78	103.36	103.36	16.79	103.36
长期待摊费用	13.17	18.12	149.94	237.36	203.14
递延所得税资产	1,455.04	1,520.07	1,454.06	-0.03	988.26
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	212,465.75	221,926.88	262,421.65	11.14	422,696.29
资产总计	259,712.62	290,349.73	361,418.08	17.97	545,093.33

附件 3-2 广西桂东电力股份有限公司
2008 年~2011 年 9 月末合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年末	2009 年末	2010 年末	变动率(%)	2011 年 9 月末
流动负债：					
短期借款	43,400.00	64,530.00	61,420.00	18.96	91,520.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00	3,000.00		0.00
应付账款	4,759.35	6,070.72	10,376.98	47.66	10,240.62
预收款项	788.81	3,923.49	813.01	1.52	7,769.41
应付职工薪酬	539.91	634.14	589.00	4.45	636.42
应交税费	66.70	1,668.12	2,576.09	521.48	655.48
应付利息	91.08	129.55	151.01	28.76	180.87
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	3,643.60	11,776.72	6,886.75	37.48	13,798.71
一年内到期的非流动负债	14,940.00	24,093.00	11,033.00	-14.06	7,300.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	68,229.44	112,825.73	96,845.83	19.14	132,101.52
非流动负债：					
长期借款	98,025.00	106,294.00	123,421.00	12.21	139,362.80
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		17,825.08
递延收益	313.50	460.91	1,659.71	130.09	2,396.06
非流动负债合计	98,338.50	106,754.91	125,080.71	12.78	159,583.94
负债合计	166,567.94	219,580.64	221,926.54	15.43	291,685.46
所有者权益：					
股本	15,675.00	15,675.00	18,395.00	8.33	27,592.50
资本公积	36,544.94	24,545.10	64,143.47	32.48	158,626.43
专项储备	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	4,522.37	4,892.86	6,228.39	17.36	6,228.39
未分配利润	13,848.79	11,296.26	27,790.68	41.66	29,102.92
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	70,591.09	56,409.23	116,557.54	28.50	221,550.24
少数股东权益	22,553.58	14,359.87	22,934.00	0.84	31,857.63
所有者权益合计	93,144.67	70,769.09	139,491.54	22.38	253,407.87
负债和所有者权益总计	259,712.62	290,349.73	361,418.08	17.97	545,093.33

附件 4 广西桂东电力股份有限公司
2008 年~2011 年 1-9 月合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	96,600.12	145,544.20	199,642.09	43.76	146,406.39
减：营业成本	65,452.13	118,457.87	152,395.05	52.59	111,423.26
营业税金及附加	815.07	830.80	1,103.59	16.36	825.68
销售费用	907.08	1,344.31	1,788.46	40.42	1,566.70
管理费用	7,237.78	7,953.58	10,854.45	22.46	11,053.75
财务费用	8,954.90	9,894.41	10,923.32	10.45	9,278.76
资产减值损失	1,957.37	646.14	708.79	-39.82	-2,116.48
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益（损失以“－”号填列）	-45.92	-101.64	123.99		31.44
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-97.27	-141.09	-161.10	28.69	-13.10
汇兑收益（损益以“－”号添列）					
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	11,229.87	6,315.46	21,992.41	39.94	14,406.17
加：营业外收入	437.98	646.76	984.21	49.91	294.50
减：营业外支出	417.73	228.38	630.94	22.90	307.07
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	222.26		28.02
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	11,250.11	6,733.84	22,345.68	40.93	14,393.60
减：所得税费用	1,471.25	1,327.09	4,224.71	69.45	2,555.92
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	9,778.86	5,406.75	18,120.97	36.13	11,837.67
其中：归属于母公司所有者的净利润	8,402.55	11,488.42	14,737.91	40.39	10,503.97
少数股东损益	1,376.31	315.85	192.27	6.48	1,333.70
五、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.54	0.32	0.96	33.83	0.38
（二）稀释每股收益	0.54	0.32	0.96	33.83	0.38
六、其他综合收益	0.00	0.00	0.00		0.00
七、综合收益总额		5,406.75	18,120.97		11,837.67
归属于母公司所有者的综合收益总额		4,938.68	16,560.48		10,503.97
归属于少数股东的综合收益总额		468.07	1,560.50		1,333.70

附件 5 广西桂东电力股份有限公司
2008 年~2011 年 1-9 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	103,926.29	159,828.15	216,701.28	44.40	191,903.37
收到的税费返还	51.07	99.94	0.00	-100.00	187.13
收到其他与经营活动有关的现金	2,295.08	750.79	2,749.63	9.46	6,711.18
经营活动现金流入小计	106,272.44	160,678.89	219,450.90	43.70	198,801.68
购买商品、接受劳务支付的现金	57,810.59	121,902.83	138,379.50	54.71	143,035.47
支付给职工以及为职工支付的现金	10,601.40	10,761.71	20,411.30	38.76	16,437.01
支付的各项税费	10,934.50	10,385.06	16,296.75	22.08	13,257.56
支付其他与经营活动有关的现金	4,325.33	4,445.67	6,628.07	23.79	8,374.60
经营活动现金流出小计	83,671.82	147,495.28	181,715.62	47.37	181,104.64
经营活动产生的现金流量净额	22,600.62	13,183.60	37,735.28	29.22	17,697.05
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1,177.87	1,228.00	782.97	-18.47	167.86
取得投资收益收到的现金	4,779.67	0.30	2.77	-97.59	138.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	28.79	5.20	76.22	62.70	568.16
收到其他与投资活动有关的现金	4,030.00	12,689.34	1,413.32	-40.78	0.00
投资活动现金流入小计	10,016.32	13,922.84	2,275.27	-52.34	874.48
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	13,925.51	13,989.30	27,993.12	41.78	42,423.15
投资支付的现金	97.00	15,497.03	5,802.24	673.41	97.88
取得子公司及其他营业单位支付的现金净	0.00	1,329.03	8,778.69		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	11,950.00	1,070.00		1,336.58
投资活动现金流出小计	14,022.51	42,765.36	43,644.05	76.42	43,857.61
投资活动产生的现金流量净额	-4,006.18	-28,842.52	-41,368.77	221.34	-42,983.12
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	36.00	45,516.05		8,794.00
取得借款收到的现金	45,900.00	97,830.00	101,750.00	48.89	103,471.80
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	27,448.75	256.51		3,007.00
筹资活动现金流入小计	45,900.00	125,314.75	147,522.56	79.28	115,272.80
偿还债务支付的现金	48,785.00	62,758.00	113,293.00	52.39	61,163.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,437.32	17,182.67	11,593.92	-18.46	19,241.10
支付其他与筹资活动有关的现金	4.92	27,121.58	1,377.60	1,573.77	3,061.68
筹资活动现金流出小计	66,227.24	107,062.25	126,264.52	38.08	83,465.78
筹资活动产生的现金流量净额	-20,327.24	18,252.50	21,258.04		31,807.02
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-4.19	-0.38	-9.51	50.58	-24.80
五、现金及现金等价物净增加额	-1,737.00	2,593.20	17,615.04		6,496.14
加: 期初现金及现金等价物余额	21,787.82	20,050.83	25,497.80	8.18	43,112.84
六、期末现金及现金等价物余额	20,050.83	22,644.03	43,112.84	46.63	49,608.99

附件 6 广西桂东电力股份有限公司
2008 年~2011 年 1-9 月合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-9 月
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：					
净利润	9,778.86	5,406.75	18,120.97	36.13	11,837.67
加：少数股东权益					
加：资产减值准备	1,957.37	646.14	708.79	-39.82	-2,116.48
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,874.39	8,604.10	10,148.19	6.94	8,419.88
无形资产摊销	135.10	232.23	272.07	41.91	205.56
长期待摊费用摊销	13.77	10.03	15.57	6.36	61.35
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	7.77	65.10	21.36	65.84	4.23
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	34.09	47.28	182.68	131.49	14.13
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00		0.00
财务费用（收益以“－”号填列）	9,348.51	10,177.99	10,922.85	8.09	9,278.76
投资损失（收益以“－”号填列）	45.92	101.64	-123.99		-31.44
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-243.68	-65.03	100.11		0.00
延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00		465.80
存货的减少（增加以“－”号填列）	-3,669.24	2,373.11	-2,766.24		-9,060.45
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-2,130.70	-7,295.88	2,829.49		-198.92
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-1,551.52	-7,119.86	-2,696.58	31.83	-1,035.11
其他	0.00	0.00	0.00		-147.93
经营活动产生的现金流量净额	22,600.62	13,183.60	37,735.28	29.22	17,697.05
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：					
债务转为资本	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00		0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00		0.00
3. 现金及现金等价物净变动情况：					
现金的期末余额	20,050.83	22,644.03	43,112.84	46.63	49,608.99
减：现金的期初余额	21,787.82	20,050.83	25,497.80	8.18	43,112.84
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00		0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00		0.00
现金及现金等价物净增加额	-1,737.00	2,593.20	17,615.04		6,496.14

附件 7 广西桂东电力股份有限公司

主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	6.58	7.87	6.29	4.61
存货周转次数(次)	18.50	28.49	33.02	10.30
总资产周转次数(次)	0.37	0.53	0.61	0.32
现金收入比率(%)	107.58	109.81	108.54	131.08
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.98	6.09	9.99	5.22
总资产报酬率(%)	8.22	6.19	10.56	5.34
净资产收益率(%)	10.50	6.60	17.24	6.03
主营业务毛利率(%)	32.20	18.45	23.49	23.83
营业利润率(%)	31.40	18.04	23.11	23.33
费用收入比(%)	17.70	13.19	11.80	14.96
财务构成				
资产负债率(%)	64.14	75.63	61.40	53.51
全部债务资本化比率(%)	62.67	73.36	58.77	48.45
长期债务资本化比率(%)	51.28	60.03	46.94	35.48
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	1.53	2.75	3.05
EBITDA 全部债务比(倍)	0.19	0.09	0.18	0.14
经营现金债务保护倍数(倍)	0.14	0.07	0.19	0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.12	-0.08	-0.02	-0.11
流动比率(倍)	0.69	0.61	1.02	0.93
速动比率(倍)	0.61	0.58	0.96	0.81
现金短期债务比(倍)	0.40	0.29	0.62	0.55
经营现金流动负债比率(%)	33.12	11.68	38.96	13.40
经营现金利息偿还能力(倍)	1.98	1.17	2.97	1.64
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.63	-1.39	-0.29	-2.35
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.51	0.29	0.58	0.55

附件 8 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	
总资本收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

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 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广西桂东电力股份有限公司 2011 年公司跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司(联合评级)对跟踪评级的有关要求,联合评级将在本期债券存续期内,在每年广西桂东电力股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级,并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广西桂东电力股份有限公司 应按联合评级跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。广西桂东电力股份有限公司如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广西桂东电力股份有限公司及本期债券担保方的经营管理状况及相关信息,如发现广西桂东电力股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如广西桂东电力股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至广西桂东电力股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布,并同时报送广西桂东电力股份有限公司、监管部门、交易机构等。

