

广西投资集团有限公司 2005 年 10 亿元公司债券信用评级分析报告摘要

评级结果：AAA

评级时间：

2005 年 6 月 10 日

主要数据：

项 目	2002 年	2003 年	2004 年
资产总额(亿元)	124.96	127.38	131.85
所有者权益(亿元)	61.89	67.41	68.94
主营业务收入(亿元)	28.48	40.04	45.97
利润总额(亿元)	0.52	2.39	4.52
负债比率(%)	42.05	38.97	38.05
全部资本化比率(%)	36.24	35.97	33.51
净资产收益率(%)	0.22	1.67	3.25
流动比率(%)	150.16	175.43	184.50
利息倍数(倍)	1.23	2.39	4.03
债务保护倍数(倍)	0.20	0.22	0.24

分析员

张驰 鹿永东

电话

8610-64919935 64938802

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 1001

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

企业概况

公司始建于 1988 年 6 月 24 日，其前身是广西建设投资开发公司，1996 年改组为广西开发投资有限责任公司，2002 年 4 月开始组建集团公司的工作，经广西壮族自治区人民政府批准更名为广西投资（集团）有限公司，2004 年 3 月完成组建集团公司的工作，经广西壮族自治区人民政府批准更名为现名，并在广西壮族自治区工商行政管理局进行企业法人执照更名登记注册，注册号（企）4500001000863（1-1），注册资本为人民币 41.97 亿元。

公司的主要业务是为广西壮族自治区建设项目筹措资金，开展经营性、开发性投资业务，开展国内商业及物资贸易（国家有专项规定的除外）业务以及开展经济技术合作业务。

公司目前拥有全资子公司（含直属企业）10 家，控股子公司 12 家，主要参股子公司 17 家；公司内部设立了财务管理部、企划投资部、资本运营部、产权管理部、审计法律事务部、人力资源部、发展研究中心（信息技术中心）和办公室等 8 个职能部门。

截止 2004 年底，公司资产总额 131.84 亿元，负债总额 50.16 亿元，股东权益 68.94 亿元，少数股东权益 12.74 亿元。2004 年实现主营业务收入 45.97 亿元，利润总额 4.52 亿元。公司本部现有员工 124 人。

公司地址：南宁市民族大道 109 号广西投资大厦。
法定代表人：黄名汉。

评估观点

公司是广西壮族自治区国有资产投资和经营实体，代表自治区人民政府对相关领域的重点建设项目进行投资，是目前广西最大的国有企业，在区内拥有明显的规模优势、资源优势和政策优势。

公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构，与下属公司间形成了以资本为纽带的产权关系，管理体系清晰，管理制度健全，管理风险较低。

公司目前以电力行业为核心投资产业。电力行业是国民经济和社会发展的基础产业，电力供应紧张局面的持续以及实行煤电价格联动政策，因此电力行业在未来一段时间内仍属于风险较小的行业之一。

公司可控装机容量规模较大，在广西电网中占有较大的份额，在有色金属、化工等行业也具有一定的规模。公司前几年整体经营情况良好。随着未来在建电力项目和氧化铝项目的投产，公司盈利能力和抗风险能力将进一步提升。

公司目前资产质量良好，货币资金充足，债务负担不重，财务构成合理；盈利能力较强，成长性良好，对全部债务偿还能力正常。未来几年，随着在建项目

相继投产，公司盈利能力和现金流量有望进一步提高，偿债能力随之增强。

本期债券拟由中国农业银行广西壮族自治区分行提供担保。中国农业银行为本期债券提供的担保实力很强，可有效提升本期债券的信用状况。

综上所述，本期债券不能如期还本付息的风险很低。

广西投资集团有限公司2005年 10亿元公司债券信用评级分析报告

一、发债主体概况

公司始建于1988年6月24日，其前身是广西建设投资开发公司，1996年改组为广西开发投资有限责任公司，2002年4月开始组建集团公司的的工作，经广西壮族自治区人民政府批准更名为广西投资（集团）有限公司，2004年3月完成组建集团公司的的工作，经广西壮族自治区人民政府批准更名为现名，并在广西壮族自治区工商行政管理局进行企业法人执照更名登记注册，注册号（企）4500001000863（1-1），注册资本为人民币41.97亿元。

公司的主要业务是为广西壮族自治区建设项目筹措资金，开展经营性、开发性投资业务，开展国内商业及物资贸易（国家有专项规定的除外）业务以及开展经济技术合作业务。

公司目前拥有全资子公司（含直属企业）10家，控股子公司12家，主要参股子公司17家；公司内部设立了财务管理部、企划投资部、资本运营部、产权管理部、审计法律事务部、人力资源部、发展研究中心（信息技术中心）和办公室等8个职能部门。

截止2004年底，公司资产总额131.84亿元，负债总额50.16亿元，股东权益68.94亿元，少数股东权益12.74亿元。2004年实现主营业

务收入45.97亿元，利润总额4.52亿元。公司本部现有员工124人。

公司地址：南宁市民族大道109号广西投资大厦。法定代表人：黄名汉。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2005]575号”文批准，公司计划于2005年发行公司债券10亿元人民币，筹集资金全部用于龙滩水电站项目建设。

本期债券期限为10年，采用固定利率，票面年利率为4.65%，在本期债券期限内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次偿还本金，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券由中国农业银行广西壮族自治区分行提供无条件不可撤销的连带责任担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金将全部用于龙滩水电站的建设。该电站位于全国十二个水电基地之一的红水河上游广西天峨县境内，是红水河水

电资源梯级开发中调节性能最好、综合效益最大、工程经济指标优越的战略性工程和龙头电站。

1992年4月12日，原国家发展计划委员会以“计能源[1992]432号”文批准了能源部“能源计[1992]417号”文，同意建设龙滩水电站。2001年5月12日，原国家发展计划委员会以“计基础[2001]567号”文批准了龙滩水电站可行性研究报告。2001年7月1日，龙滩水电工程正式开工建设。

龙滩水电站规划总装机容量540万千瓦，安装9台60万千瓦的水轮发电机组，年均发电量187亿千瓦时，分两期建设，首期建设装机容量420万千瓦，安装7台60万千瓦的水轮发电机组，年均发电量156亿千瓦时。该电站的第一台机组预计于2007年投产发电，首期工程于2009年竣工。

龙滩水电工程静态投资203.70亿元，工程总投资为243亿元(按2000年的价格水平测算，未计价差预备费)。

龙滩水电站项目的经济效益良好，全部投资财务内部收益率为14.68%，资本金财务内部收益率为16.51%，投资回收期为13.78年(按照广西电网的平均上网含税电价0.32元/kwh计算，计算期取35年。指标值不包括下游梯级电站增加电量50%的返还收益及防洪、航运等综合利用效益)。

龙滩水电站投产后的电力将主要被送往广西和广东地区，其余50%以上的电力送往广东。首期工程竣工后，每年向广西输送的电量大概相当于2010年广西电力总需求的11.90%；每年向广东输送的电量大概相当于“十一五”期间西部向广东新增输送电量的20.38%，对缓解“两广地区”特别是广东省能源供应的紧张局面、对改善“两广地区”的能源结构和促进社会经济的可持续发展有不可替代的作用。

从战略的角度看，龙滩水电站是国家实施“西部大开发”战略的重点工程，是西江流域不可替代的战略防洪工程，是实现红水河全河

通航的关键工程，同时，经龙滩水库调节后，下游河道枯水流量显著增加，有利于改善下游河道及珠江三角洲地区水环境质量，具有强大的社会效益和环境效益。

三、行业分析

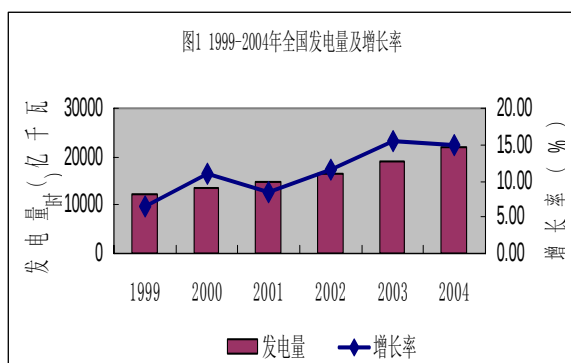
公司以股权投资为主营业务，投资重点是发电类企业。电力行业的整体经营环境和发展趋势将直接影响到公司的经营和投资收益。

1. 电力行业特点与供求现状

电力行业既是国民经济和社会发展的基础产业，又是公用事业。电气化程度是衡量一个国家现代化水平的重要标志之一。改革开放以来，我国电力工业发展迅速，取得了巨大的成就，有力地支持了国民经济的快速发展，使长期困扰国民经济发展的严重缺电局面得到基本缓解。目前，我国电力行业的发电装机容量和发电量均居世界第二位，但人均用电水平仍较低，不及世界平均水平的一半，和发达国家相比差距更大。

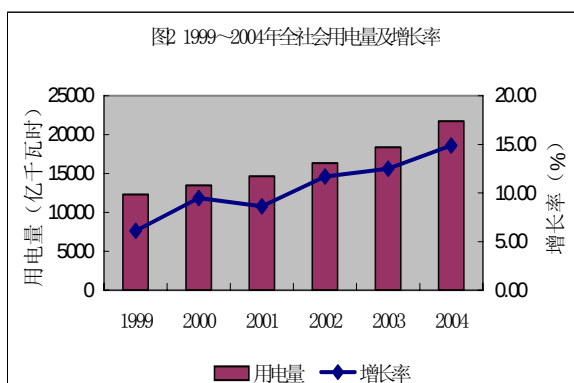
一般来说，电力的发展应当快于国民经济的发展，电力工业应具有超前发展的特点。此外，电力生产企业还具有以下普遍特征：①投资大、回收期长、持续盈利能力强、经营现金流较充沛；②具有一定的抗周期性，经营业绩优良，经营风险较小；③具有季节性、区域性、时段性和随机性等特征。

从产业周期来看，伴随着我国重工业化进程的加快和消费结构升级的拉动，国内电力生产行业目前正处于快速发展的成熟期。发电方面，从图1可以看出，1999年以来，全国电力供应快速增长，1999~2004年6年间，发电量年平均增长率为12.14%。2004年，全国累计发电21870亿千瓦时，同比增长14.8%，其中火电18073亿千瓦时，同比增长14.5%，占总发电量的82.64%；水电3280亿千瓦时，同比增长16.6%，占总发电量的15%。火力发电仍是我国主要的供电形式。



资料来源：1999~2002 年数据来源于中国电力年鉴（1999-2002），2003~2004 年数据来源于中国电力企业联合会。

需求方面，图 2 显示，1999~2004 年 6 年间，全社会用电量年平均增长率为 12.05%。2004 年全社会用电量 21735 亿千瓦时，比 2003 年增长 14.88%。根据中国电力监督委员会最新公布的数据：2005 年 1-3 月份，全国全社会用电量 5505.64 亿千瓦时，同比增长 13.38%；全国发电量 5449.28 亿千瓦时，同比增长 13.0%，电力供应与用电量继续保持快速增长态势。



资料来源：1999~2003 年数据来源于国家统计局《中国统计年鉴（2004 年）》，2004 年数据来源于中国电力企业联合会。

2002 年下半年以来，国内电力供需前几年相对平衡的局面被打破，部分地区电力供需矛盾极为突出。2003 年先后有 21 个省份电网出现了不同程度的拉闸限电，2004 年扩大到 24 个。

根据电力行业的资料显示，当发电设备利用小时数不足 4500 小时的话，说明电力行业经

营不足；当发电设备平均利用小时数超过 4600 小时，说明用电处于紧张状态；当发电设备平均利用小时数超过 4800 小时后，说明严重缺电。中电联 2004 年统计快报显示，2003、2004 年我国发电设备平均利用小时数都在 5000 以上，现有发电机组已经很难有超额的发电能力来满足不断增长的电力需求，因此需要加大电厂建设、扩大装机容量。近两年，电力行业新一轮的投资热开始升温，2004 年电力投资增长率在 35% 左右。初步预测，2005 年，全国新增投产机组约为 6500 万千瓦。未来两年将是我国电力装机容量增长最快的两年，年均装机容量增长在 5000 万千瓦左右。但由于电力需求量的快速增长，预计未来几年电力市场仍将继续维持紧缺局面。

近两年煤炭供应紧张及价格的大幅上涨给火力发电企业带来了较大的经营压力，一些电力企业的经济效益下滑。从 2005 年 5 月起，部分省市已实行煤电价格联动政策，这将使电力生产企业能够保持相对稳定的盈利水平。

2. 竞争态势与行业监管

为了改变在发电、输电、配电各环节实行一体化垄断经营的旧的电力运营体制，适应建立市场经济体制的要求，2002 年，根据党中央、国务院对垄断行业进行改革的总体部署，电力体制进行了改革。2002 年 12 月 29 日，中国电改方案出台，国家电力公司被拆分为 11 家公司，其中包括两家电网公司、5 家独立发电集团公司以及 4 家辅业集团。目前我国整个电力行业的格局已经基本确立：厂网分开，形成五大发电企业和南北两大电网。五大发电企业是中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司和中国电力投资集团公司，南北两大电网公司为南方电网公司和国家电网公司。

目前，我国在发电领域缺乏竞争机制，不同投资性质和机组类型的电厂之间的竞争并不明显。同时由于全国联网的格局尚未形成，各

发电企业的竞争目前只局限在各地区电网内。政府对同一地区内的发电机组的发电量基本采取年度计划分配的方式确定，由电网统一调度执行，上网电价仍执行“一厂一价”。加上近几年缺电情况还比较严重，电力行业的市场不激烈，行业经营风险较小。随着供求形势的变化和我国电力体制改革的进一步深入，发电企业将逐步实现竞价上网。不同类型电厂之间将展开真正的竞争，发电企业实际发电量的多少完全由市场竞价决定，电厂的效率和成本将成为决定其竞争实力的最重要因素。

为了对电力企业进行有效的监管，国务院成立国家电力监管委员会，按照垂直管理体系，向区域电网公司电力交易调度中心派驻代表机构。电监会的成立，标志着我国电力行业以往以政府行政计划为主的监管模式逐渐向法制化、市场化模式过渡。

总的来看，与发达国家相比，目前我国人均用电和电力消费占能源消费的比重还很低。随着我国经济的持续发展和人民生活结构的升级，电力需求仍有望保持较快速度的增长，而电力供应紧张局面的持续以及实行煤电价格联动政策，因此电力行业在未来一段时间内仍属于风险较小的行业之一。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司是广西壮族自治区国有资产投资和经营实体，代表自治区人民政府对相关领域的重点建设项目进行投资，以及经营管理自治区人民政府授权管理的各项基金。

截止2004年底，公司资产总额131.84亿元，股东权益68.94亿元，少数股东权益12.74亿元。公司拥有全资子公司（含直属企业）10家，控股子公司12家，主要参股子公司17家，其中参股上市公司3家，已投资领域涵盖了电力、有色金属、化肥、造纸、交通和金融等行业。公司在电力行业中的主要投资企业包括广西方元电

力股份有限公司（占98.06%股权）、龙滩水电开发公司（占30%股权）、天生桥一级水电开发责任公司（占20%股权）、广西桂冠电力股份有限公司（占19.44%股权，上市公司，股票代码600236）；在有色金属行业中主要投资企业为广西百色银海铝业有限责任公司（占48%股权）、中国铝业股份公司（占1.8%股权）；在化工及其他行业中主要投资企业包括广西鹿寨化肥有限责任公司（占71.5%股权）、广西贺达纸业有限责任公司（占46.81%股权）等。电力行业是公司投资的核心主导产业。

作为广西壮族自治区人民政府的投融资主体，公司自成立以来通过市场化运作，投资建设广西境内重点项目，取得了明显的经济效益和社会效益，为广西的地方经济建设做出了重要贡献。公司是目前广西最大的国有企业和投资公司，在广西的社会经济中占有举足轻重的地位。

2. 人员素质

公司现有主要高层管理人员5位，其中拥有研究生学历1人、大学本科学历3人、大学专科学历1人，均具有中、高级技术职称。公司现任董事长、总经理、党委书记黄名汉先生，大学本科学历，高级经济师，历任广西航运管理局局长、广西交通厅厅长助理、广西交通投资公司总经理、防城港市人民政府副市长、市委常委、钦州市市委副书记、市长等职务，2002年4月起在公司任职，具有丰富的地方政府机关和大型国有企业管理经验，熟悉国家和地方投融资企业经营方针和相关政策法规，具有很强的宏观管理和决策能力。公司其他高层管理人员大都具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高。

公司本部现有员工总数124人，其中年龄在50岁以下的102人，占员工总数的82.26%；具有大专及以上学历的104人，占员工总数的83.87%；具有初级以上技术职称的95人，

占员工总数的 76.61%。公司员工整体文化素质和专业素质较高。

3. 经营环境和政策支持

公司地处广西壮族自治区，投资经营项目基本在广西境内。随着近年来国家西部大开发战略的实施，广西经济发展势头良好。经国家统计局核算，2004 年全区生产总值达到 3320.10 亿元，按可比价格计算比上年增长 11.8%；按常住人口计算全区人均生产总值 7196 元(折合美元超过 800 美元)，增长 11.0%，增幅均创下 1995 年以来最高水平。近年来，《泛珠三角区域框架协议》和《内地与香港更紧密经贸关系安排（CEPA）》的签署都为广西的未来经济发展注入了新的活力，广西国民经济将继续保持快速发展的势头，从而衍生出对电力能源的巨大需求。

广西作为西部大开发的主要省区之一，还承担着“西电东送”工程的重要战略角色。“西电东送”是国家为实施西部大开发战略而做出的重大决策和标志性骨干工程，将贵州、云南、广西、四川等西部省区的电力资源输送到电力紧缺的广东、上海、江苏、浙江和京、津、唐等地区，把西部丰富的资源优势转化为经济优势，充分利用西部地区得天独厚的自然资源来获得西部大开发所需要的启动资金，这就更加突出了广西的电力项目建设的重要性。

此外，广西有丰富优质的铝矿土资源，全区已探明的保有铝土矿储量 6.12 亿吨，位居全国第二位。广西铝资源以大型矿床为主，其储量占全区总量的 74.76%；全区堆积型矿床占总储量的 89%，可露天开采，成本较低；铝土矿多分布在沿公路、铁路干线上，运输极为方便。结合上述分析，公司投资电力和有色金属的外部大环境良好，具有得天独厚的资源优势和发展空间。

政策方面，公司是自治区政府的投融资主体。自成立以来，通过自治区政府政策性电力基金、拨改贷资金和经营项目的直接划拨，公

司得以在短时间内迅速发展壮大，资产规模不断扩张。虽然随着国有企业深化改革和政府职能转变，从 2002 年起自治区政府取消了对公司资本金的注入，但公司仍保持着与政府间紧密联系，将政府的经济意图作为首要投资方向依据，对广西境内重大投资项目拥有优先选取权。考虑到公司地位的特殊性，在以后的经营发展过程中，必将会得到自治区政府和有关部门的支持。

五、管理分析

1. 内部治理结构

公司不设股东会，设有董事会，是公司的决策机构，并按照国务院《国有企业资产监督管理暂行条例》以及有关法律法规的规定，接受自治区人民政府国有资产监督管理委员会的监管，和代表政府各类监管职能机构的专项监督。公司董事会由自治区人民政府委派的董事以及 1 名职工代表组成。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理全面负责公司的日常经营和管理工作，目前公司总经理由董事长兼任。公司设监事会。总体看，公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。

在日常决策程序上，公司设有领导办公会议制度，由公司高级管理人员和有关部门主管组成，研究决定公司的发展战略、发展规划、年度经营计划、内部管理体系、组织结构设置、公司总部各部门负责人的任免等重要事项，并最终提请董事会审议通过。可以看出，公司的决策程序制度科学民主，能够避免或减少决策失误，防范可能发生的决策风险。但是，现阶段公司董事会成员和经营管理人员重合度高，在一定程度上抑制了制度发挥最大作用。

公司与下属公司之间已经建立了以资产为纽带的母子公司管理体制。公司代表广西壮族自治区国资委对下属企业行使国有资产出资人职能，承担国有资产的保值增值责任，并按照国家有关法律法规的规定，自主决定全资子公司国有资产的重组、转让、租赁，行使重大决

策权、投资收益权和经营管理者选择权，对控股或参股企业的上述相同事宜，通过法定程序决定或参与决定。

公司内部设立了财务管理部、企划投资部、资本运营部、产权管理部、审计法律事务部、人力资源部、发展研究中心（信息技术中心）和办公室等 8 个职能部门，在总经理领导下负责具体经营管理工作。

2. 管理体系与水平

公司建立健全了内部管理制度，详细规范了经营管理中各项活动准则。作为国有资产的授权经营者，公司将国有资产保值增值和资产收益最大化作为其经营管理的最终目标，在学习和贯彻有关部门对授权经营集团经营考核的内容和精神的基础上，公司全面实行资产经营责任制，与各部门及主要下属企业签订经营目标责任书，对实际完成情况进行监督和考核。公司制定有《资产经营业绩考核试行办法》、《资产经营业绩考核办法》和《经营目标责任制考核办法》等相关制度，确保了考核工作正常有序地进行。

公司坚持以财务管理为中心的管理理念，围绕战略目标和发展规划，实施全面财务预算管理。公司财务预算管理以业务预算、资本预算、筹资预算为基础，现金流为核心，资产经营责任制规定利润为目标，将财务预算与经营考核有机结合起来，使预算制度成为公司制定、落实和考核内部经营目标责任的可靠依据。公司编制了《预算管理办法》、《所属企业预算管理办法》和《预算编制办法》等相关规章制度，详细规定了财务预算工作中各项工作的执行方法。公司注重财务信息化系统的建设和推广，建立了以会计核算为基础，具有辅助预算管理、资金管理和支持决策功能的财务信息网络系统，目前已经上线运行，并制定有相关的《财务信息系统管理办法（暂行）》。

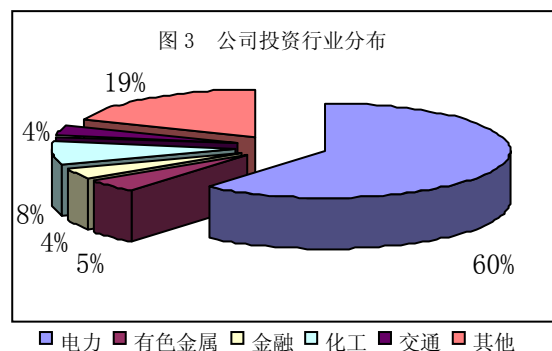
此外，公司将强化审计监督作为加强财务管理的重要内容，不断完善内部审计和内部控制机制，围绕重大财务事件进行审核监督，严

格财经纪律，有效降低了财务风险。

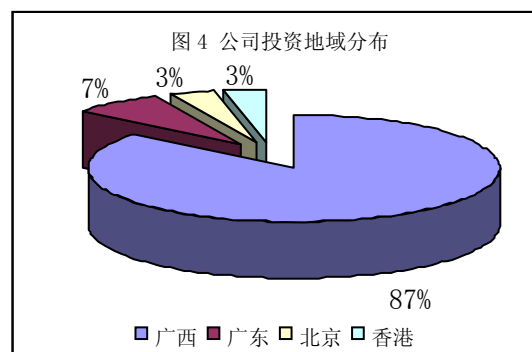
总体看，公司已基本建立健全了一整套管理制度和管理机制，并不断完善内部管理系统，提升管理水平，使之符合公司经营特点和现代化企业管理的要求。公司整体管理水平较高，管理风险较低。

六、经营分析

公司的主要业务为股权投资和项目的经营管理。截至 2003 年底，公司投资主要集中在电力、有色金属、化工、金融、交通等产业，其中电力为公司投资主导产业，在公司总投资规模中占比达 60.73%（参见图 3）。



从公司投资下属企业所处地域分布来看，主要集中在广西壮族自治区境内，占公司投资企业总数的 86%，其投资地域性特点突出（参见图 4）。



1. 电力行业投资项目

1.1 控股电力项目

广西方元电力股份有限公司（以下简称“方元电力”）是公司在电力行业中的核心企业，是

公司按照“控股公司-行业经营公司-生产经营企业”三层次管理模式设立的电力行业经营公司，目前承载着公司已经投入运营的主要电力资产。方元电力由公司、广西桂东电力股份有限公司、柳州市投资控股有限公司、广西百色电力有限责任公司和广西桂物燃料有限责任公司等五家股东共同发起创立，于 2003 年 7 月 29 日注册成立，注册资本为 8.008 亿元，公司持股 98.06%。

现阶段，方元电力下设发电生产企业三家，分别是广西柳州发电有限责任公司（2×20 万千瓦火电厂，方元电力持股 73%）、方元电力股份有限公司来宾电厂（2×12.5 万千瓦火电厂，方元电力持股 100%）和贵州黔桂发电有限责任公司（5×20 万千瓦火电厂，方元电力持股 50%）。方元电力下属生产企业以火力发电为主，该公司同时持有广西开投燃料有限责任公司 90% 的股权，统一对下属电厂供应生产用煤，在采购中体现出较为明显的规模优势和成本优势。在近年来电煤供应紧张，价格持续增长的情况下，方元电力能够持续保障下属电厂全部满负荷正常运转。除已运营项目外，方元电力正积极运作装机容量的扩容，现有在建项目包括装机容量 60 万千瓦的来宾电厂扩建项目和桥巩水电站装机容量 45.6 万千瓦水力发电项目。从现有总装机容量和可预见的发展来看，方元电力已经成为广西电网乃至南方电网中具有较强竞争实力的发电企业。

表 1 公司主要控股电厂一览

电厂	总装机容量 (万千瓦)	投产时间 (年)	总资本金 (亿元)	方元电力 持股比例 (%)
柳州电厂	40	1994	12.4	73
来宾电厂	25	2000	-	100
黔桂电厂	100	1994	34	50
来宾电厂扩建项目	60	在建	26.62	100
桥巩水电站	45.6	在建	37.03	100

1.2 重要参股电力项目

除控股的方元电力外，公司还通过直接参股广西境内其它大型发电企业的方式来扩充自身的电源项目规模，现阶段参股电力企业主要

有：龙滩水电开发有限责任公司、广西桂冠开投电力有限责任公司、天生桥一级水电开发有限责任公司、国投北部湾发电有限公司和国投钦州发电有限公司，其中龙滩水电开发有限责任公司负责建设的龙滩水电站是本期债券筹资主体项目（详见本报告第二部分“本期债券投资项目概况”）。

广西桂冠开投电力有限责任公司由公司和广西桂冠电力股份有限公司分别按照 48%和 52%的比例投资，负责乐滩水电站的建设。该项目是红水河流域第八个梯级水电站，原有装机容量 6 万千瓦，现扩建装机容量 60 万千瓦，计划扩建工程于 2006 年竣工。

天生桥一级水电开发有限责任公司是由公司、广东省粤电集团有限公司、中国大唐集团公司和贵州省基本建设投资公司共同组建而成的，持股比例分别为 20%、50%、20%和 10%，公司直接负责天生桥一级水电开发有限责任公司水力发电厂。该厂位于广西、贵州、云南三省交界的南盘江上游河段的安龙、隆林两县界河上，是红水河流域水电开发的第一级，是国家“西电东送”的龙头电站。该电厂装机容量为 4×30 万千瓦，1998 年 12 月首台机组发电，2000 年四台机组全部投产。

国投北部湾发电有限公司由公司、国投电力公司和中国国电集团公司三方共同投资组建，三方持股比例为 27%、55%和 18%。该公司计划在北海建设 4×30 万千瓦火电燃煤发电机组。北海电厂是广西电网重要的电源点和西电东送的重要支撑点，一期工程规模为 2×30 万千瓦机组，已于 2005 年 3 月 9 日正式交接并投入商业运营。该公司在进行电厂建设的同时，还将在水电、新型建材、节能设备等工程项目上进行投资。

国投钦州发电有限公司位于广西钦州市，由公司、国投电力公司和广西广能水电有限公司三方合资组建，三方持股比例为 27%、55%和 18%。钦州电厂是继北海电厂之后广西境内第二个沿海火电厂，初步规划建设总装机容量

240 万千瓦，建成后将成为广西地区最大的火电电源基地，一期工程建设规模装机容量 2×60 万千瓦，已于 2005 年 5 月 24 日开工，计划于 2007 年 12 月 31 日全部移交投入生产。

表 2 公司主要参股电厂一览

电厂	总装机容量 (万千瓦)	投产时间 (年)	总资本金 (亿元)	公司持股 比例(%)
龙滩水电站	630	2007	258	30
乐滩水电站	60	2005	40.24	48
天生桥一级水电站	120	2002	90	20
国投北部湾电厂一期	60	2005	28.9	27
国投钦州电厂一期	120	2007	52	27

公司现已投入运营的电厂整体经营情况良好，总装机容量在广西境内发电企业中所占比重较大，整体竞争实力较强。公司在建电源项目大多是国家和自治区政府重点电力工程，均符合国家当期产业政策和行业趋势。个体项目多与国家五大电力集团合作，分别具有独特的经营和成本优势，投资效益可预见性强，成功率高。通过上述电厂的投资建设，可以明显提升公司在电力行业的整体权益装机容量，而水电项目装机容量占比的大幅增加，也使得公司综合利用能源结构更加趋于合理。但同时应该注意，受一些因素影响，公司在一些投资项目中无法取得控制地位，可能会影响到公司整体经营计划的部署和实施。

2. 有色金属行业投资项目

有色金属是公司投资的第二大重点行业，根据广西省的矿产特点，公司投资项目主要集中于氧化铝和电解铝生产。现阶段，公司全资子公司广西投资集团有色金属有限公司在授权范围内，统一负责公司在中国铝业股份公司、桂西华银铝业公司、百色银海铝业公司、高峰矿业公司和北山矿业公司的投资资产，以及在建项目进行经营管理。

目前，公司在有色金属行业中最大的生产企业是广西百色银海铝业有限公司。该公司建设规模为年产电解铝 20 万吨，总投资 18.26 亿元，由公司、广西桂冠电力股份有限公司、广西地质矿产开发局和百色市电业公司合资建

设，其中公司持有 43 % 股权，一期工程年产 10 万吨电解铝生产线于 2002 年 12 月 31 日建成投产。

现阶段，公司在有色金属行业中的投资重点是广西华银铝业有限公司的氧化铝生产项目。该公司由公司、五矿有色金属股份公司和铝业股份有限公司分别按 34%、33% 和 33% 的比例持股。项目远期规划为年产氧化铝 320 万吨，分两期建设，一期工程生产规模为年产氧化铝 160 万吨，总投资约 90.86 亿元人民币，计划建设期 3 年。该项目一期工程总承包合同谈判已完成，框架协议已于 2005 年 4 月 5 日签署。广西华银铝业有限公司氧化铝工程项目是国家西部大开发和广西壮族自治区“十五”计划重大项目，是《广西百色地区铝工业发展规划》规划建设的项目。

广西华银铝业有限公司氧化铝工程一期工程项目将采用当今世界最先进的氧化铝生产技术和装备，同时引入新的管理理念和经营机制，经营成本与国内现有氧化铝厂相比将大幅下降，处于世界氧化铝生产低成本行列，产品具有较强的国际竞争力，预计能够替代进口氧化铝，满足我国大量的氧化铝需要。

从目前情况看，公司在有色金属行业的投资是对电力行业投资的有益补充。近期国内外氧化铝市场行情看涨，尤其是我国氧化铝供求关系矛盾加剧，短期内难以得到缓解，目前需要大量进口氧化铝填补空缺。在这种情况下，公司适时加大了有色金属行业投资力度。从华银铝业氧化铝项目来看，公司与国内铝行业最大的两个企业——中国铝业公司和五矿有色金属股份公司合作，在资金、技术实力和项目运作上均有很强的保障。该项目是国家重点项目，其顺利建成达产将提高我国氧化铝生产水平，改善现存供求矛盾，势必得到国家和地方政府的大力支持。作为该项目最大的股东，公司可预期的经济效益显著。该项目的建成也将改善公司整体投资和盈利结构，有效分散可能出现的电力行业风险。

3. 化工及其他行业项目

除上述电力和有色金属行业外，公司在化工、造纸、金融、交通物流等行业中也拥有投资项目，这些项目大部分是公司成立初期自治区政府划拨而形成的。

公司在化工行业中主要投资企业为广西鹿寨化肥有限责任公司。该公司拥有中国目前最先进、配套最齐全的大型磷胺生产线，年产磷酸二胺、硫酸能力分别达 24 万吨和 40 万吨，公司持有 72% 的股权。虽然鹿寨化肥有限责任公司生产技术和规模在国内均处于领先水平，但由于其前期建设投入过高，成本结构不合理，加之生产原料缺乏，产品远离市场，产品价格长期受到政府政策调控等因素，处于长期亏损状态。此外，公司在造纸、金融和其他行业中的投资规模均较小，对公司整体经营、盈利影响不大。

近年来，公司持续对自身产业结构进行战略性调整，收缩投资领域，退出没有明显竞争优势和发展潜力的产业。通过股权置换和不良资产、债权核销等方式，管理项目已由最多时的 500 多个压缩到目前的 200 多个，既优化了公司资产质量，又突出了电力和有色金属项目在公司资产中的比重。

4. 经营效率分析

表 3 反映了 2002 年至 2004 年公司经营效率指标。近三年来，公司主营业务收入和营业利润逐年递增，年均增长分别为 27.05% 和 78.03%；同期总资产规模稳中有升，年均增长率为 2.72%，公司整体呈现良性健康的发展趋势，国有资产保值增值的能力较强。

表 3 经营效率

项 目（亿元）	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 （%）
主营业务收入	28.48	40.04	45.97	27.05
应收账款	9.27	8.25	6.95	-13.44
应收票据	1.09	0.95	0.49	-32.73
主营业务成本	22.63	29.57	35.88	25.92
存货	2.12	2.52	2.69	12.71
资产总额	124.96	127.38	131.85	2.72
营业利润	0.81	2.76	2.57	78.03

管理费用	1.82	3.67	4.04	48.89
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
管理费用率（%）	6.59	9.84	9.31	8.58
成本率（%）	97.15	93.10	94.41	94.89
销售债权周转次数(次)	2.75	4.35	6.18	4.43
存货周转次数（次）	10.65	11.73	13.29	11.89
总资产周转次数（次）	0.23	0.31	0.35	0.30

管理效率方面，公司近三年管理费用率有所上升，2004 年底为 9.31%；成本率较高，三年平均值为 94.89%，主要是由于公司投资项目的行业特点（如电力项目前期投资成本高而回报率低）所形成的；销售债权周转次数和存货周转次数均呈上升趋势，2004 年底分别为 6.18 次和 13.29 次；公司总资产周转次数逐年上升，2004 年为 0.35 次，与同行业规模相近企业相比，经营效率较高，逐年提高趋势较为明显。

5. 未来发展

公司将自身未来发展定位为战略性投资控股公司，通过选择符合公司战略方针的产业作为投资对象，控制区内产业的龙头企业，运用资本运作方式对产业进行重组整合，以获取高于产业平均利润水平的投资回报，通过退出、上市等手段实现资本收益的最大化。从经营方面看，公司仍将以实业投资为主导方向，以电力产业为支柱产业，有色金属产业为发展产业，适时进入一些发展潜力大的机会产业。

公司在 2008 年力争达到的目标为：电力行业中，总权益装机容量超过 300 万千瓦，火电——水电比例调整到 1: 1.5，同时进入电力产业链上下游，即一次性能源、发电和电网的资源整合，并通过推动方元电力上市或收购某些电力上市企业，与资本市场建立有效连接；有色金属行业，将继续集中投入铝业，发展氧化铝、电解铝和铝材深加工，形成完整的铝产业链，预计达到年产氧化铝 50 万吨，电解铝 20 万吨，铝材加工 20 万吨的权益生产规模；同时，公司将通过资本运作的手段，进入制药、冶金和高科技等机会产业，采取阶段性战略持股方式，以获取资本运作收益为主导，适时寻找未来新的支柱产业。

在内部产权关系和管理体系方面，公司计划引入有实力的战略投资者，力争在 2008 年完成集团公司的股份制改造工作，以相对较少的国有资产控制更多的资源。全面推行下属公司的三级管理体系，即公司作为战略发展中心、投资决策中心、财务中心和人才中心，为股份制控股公司；二级公司为专业化产业公司，为投资管理中心；三级公司为以生产经营为主，为利润中心。进一步完善管理体系与制度，提高专业化管理水平。

可以看出，公司在未来几年内仍将保持以电力行业为核心，有色金属行业作为有效辅助的实业投资经营格局，同时争取进入更多的潜力行业。预计公司整体经营投资规模将不断增加，产业分布将趋于合理，单一行业风险能够得到进一步分化。从投资资金来源情况看，通过加大资本市场衔接力度、引入战略合资者，以及对现有资产的运作盘活，公司融资渠道将更加丰富，能够有效解决政府停止资本金注入带来的融资手段单一问题。总体看，公司未来发展前景较好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2002年至2004年财务报表已经上海东华会计师事务所有限公司审计。

截止2004年底，公司资产总额131.84亿元，其中流动资产22.81亿元，长期投资45.96亿元，固定资产合计60.31亿元；负债总额50.16亿元，其中流动负债12.36亿元，长期负债37.35亿元；股东权益68.94亿元，少数股东权益12.74亿元。2004年实现主营业务收入45.97亿元，利润总额4.52亿元，经营活动产生的现金流量净额11.35亿元，现金流量净额5亿元。

2. 财务构成分析

从资产构成看，截止2004年底，公司资产中，流动资产占17.3%，长期投资占34.86%，固定资产合计占45.74%，无形资产及其他资产

合计占1.58%。流动资产中，货币资金占40.06%，现金比较充足；存货占11.84%，占流动资产比重较小，其中原材料和燃料合计占72.22%，符合公司下属生产企业资源密集型特点；应收账款占35.98%，主要是应收广西电力公司和贵州省电力公司的电费款，占账款总额86.62%，形成坏账的可能性较小。从账龄分布来看，应收账款中1年以内到期的占81%，1至3年的占4%，3年以上的占15%，2004年公司提取坏账准备共0.06亿元。

公司长期投资主要是对下属参股企业的股权投资，多数是和国家五大电力集团合作的发电类企业，资产优良；固定资产是下属全资和控股企业生产厂房和设备。总的来看，公司整体资产质量良好，资产构成较为合理，符合投资行业的企业特点。

从资金来源情况看，公司自有资本比率为61.95%，自有资金实力较强。股东权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占66.38%、20.45%和9.49%，其中实收资本主要是通过原自治区政府直接划拨和授权公司管理使用电力基金累积而成，自有资金结构较为合理，有利于保证债权人的权益。负债中，流动负债占25%，其中短期借款和一年内到期的长期负债占43.97%，应付账款占20%；长期负债占75%，主要是银行长期借款。

表 4 财务构成

项 目 (亿元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
所有者权益	61.89	67.41	68.94	5.54
少数股东权益	10.52	10.33	12.74	10.04
短期债务	6.67	8.03	5.43	-9.71
长期债务	34.48	35.64	35.74	1.80
负债总额	52.55	49.64	50.16	-2.30
资产总额	124.96	127.38	131.85	2.72
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
长期资本化比率 (%)	32.26	31.43	30.44	31.38
全部资本化比率 (%)	36.24	35.97	33.51	35.24
负债比率 (%)	42.05	38.97	38.05	39.69

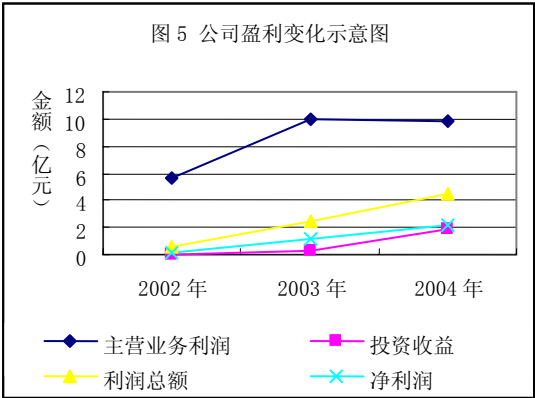
从表4可以看出，公司近三年负债水平略有下降，2004年底负债比率为38.05%，全部资本化比率为33.51%，公司整体债务负担不重，财务构成较为合理。与同行业规模相近的企业相

比，公司资产负债率处于较低水平，尚存有一定的融资空间。

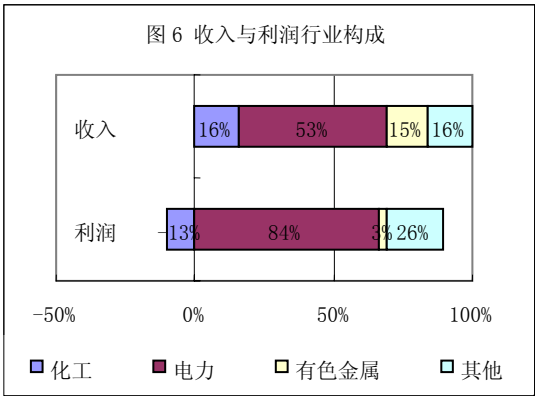
本期10亿元债券发行后，以2004年底的财务数据为基准，预计长期债务将增加27.98%，负债比率和全部资本化比率将分别上升至42.41%和38.52%，公司负债水平有一定增长，但仍保持在合理范围内。

3. 盈利能力分析

公司主要收入来自于下属公司的经营收益和投资收益。2002至2004年，公司主营业务收入增长较快，年平均增长率为27.05%，同期主营业务利润、利润总额和净利润平均增长率分别为31.84%、193.93%和304.35%，均保持了高速增长态势（参见图5）。随着近年来公司投资项目的增加和陆续投产，公司盈利规模增长较为迅速。



从公司盈利来源的行业分布来看，主营业务收入和净利润中，来自于电力项目的利润绝对额和业务利润率在所有行业中均为最高。与之相比，公司的有色金属项目目前利润规模不大，业务利润率还较低，而同期化工行业处于亏损状态中（参见图6）。



从盈利指标看（参见表5），近三年公司主营业务利润率有所波动，2004年主营业务利润率为21.22%，比上年下降了15.42%，这主要是因为公司发电类企业中，火电项目占比较重，而2004年度煤炭价格持续上涨导致生产成本上涨，利润率有所回落。

2004年，公司总资本盈利率为3.68%，净资产收益率分别为3.25%，分别高于国务院国有资产监督管理委员会统计评价局公布的《二00四年企业绩效评价标准值》中投资类企业总资产报酬率良好值（3.5%）和净资产收益率平均值（2.3%）。与同行业公司相比，公司整体盈利能力较强。

表5 盈利能力

项 目（亿元）	2002 年	2003 年	2004 年	变动率（%）
主营业务收入	28.48	40.04	45.97	27.05
主营业务利润	5.61	10.04	9.76	31.84
利润总额	0.52	2.39	4.52	193.93
净利润	0.14	1.13	2.24	304.35
利息支出	2.23	1.71	1.49	-18.18
少数股东权益	10.52	10.33	12.74	10.04
所有者权益	61.89	67.41	68.94	5.54
总债务（不含应付票据）	41.00	39.02	41.17	0.21
销售商品、提供劳务收到的现金	24.19	37.08	60.42	58.06
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
主营业务利润率（%）	19.71	25.09	21.22	22.01
现金收入比（%）	84.92	92.62	131.43	102.99
总资本盈利率（%）	2.43	3.51	3.68	3.61
净资产收益率（%）	0.22	1.67	3.25	1.71

2004年，公司经营活动产生的现金流量净额为11.35亿元，总现金流量净额为5亿元，现金流情况正常。2002至2004年公司现金收入比持续上升，2004年为131.43%，公司对应收账款控制较为得力，收入实现质量较高。

受到国内电力短缺和氧化铝行情回升等因素影响，近年来公司的投资外部环境良好，投资活动较为活跃，有大量的项目目前正处于建设阶段，未能投产而实现预计的经济效益。未来2-3年内，在保持现有生产规模的基础上，本期债券项目龙滩水电站以及来宾电厂扩建项目、桥巩电厂、乐滩水电站、国投北海电厂、钦州电厂等一批新投资的电源项目将陆续投入生产，公司电力经营规模将进一步扩大。从电力行业大环境来看，全国范围内“电荒”局面还将持续，电力销售基本没有问题。与此同时，国家发改委已经向国务院报送“煤电联动”的电价调整测算方案，公司投资收购年产120万吨的贵州玉舍煤矿，预计火电项目生产成本有望得以下降，利润上升。因此，公司在电力行业的盈利能力将会有所增强。此外，目前国内氧化铝市场行情良好，公司160万吨氧化铝项目的建成投产将成为电力项目以外重要的新增盈利点。总体看，公司整体经营规模和盈利水平平均有较大的成长空间，预计在未来几年内还将保持快速良性的发展趋势。

4. 偿债能力分析

截止2004年底，公司长短期债务余额为41.17亿元（含应收票据）。从表6看，公司流动比率和速动比率均逐年上升，2004年底分别为184.5%和162.41%，短期债务支付能力较强。公司2004年底利息倍数为4.03倍，利息支付能力正常；债务保护倍数（EBITDA/总债务）为0.24倍，对全部债务的偿还能力基本正常。

表 6 偿债能力

项 目（亿元）	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 （%）
流动资产	25.76	22.44	22.81	-5.91
流动负债	17.16	12.79	12.36	-15.12
折旧	5.06	5.07	5.07	0.09
摊销	0.45	0.22	0.11	-51.56
利息支出	2.23	1.71	1.49	-18.18
利润总额	0.52	2.39	4.52	193.93
EBITDA	2.75	9.39	9.69	87.68
自由纯现金	3.94	4.18	12.84	80.44
总债务（含应付票据）	41.15	43.66	41.17	0.03
指 标	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
流动比率（%）	150.16	175.43	184.50	170.03
速动比率（%）	137.62	155.64	162.41	151.89

利息倍数（倍）	1.23	2.39	4.03	2.55
债务保护倍数（倍）	0.20	0.22	0.24	0.17
自由纯现金债务比（倍）	0.10	0.10	0.31	0.14

从表7看，在本期债券存续期内，公司长期债务分布较为分散，无债务集中偿还压力。根据公司在建项目的运作情况和未来经营投资计划可以判断，在本期债券存续期内，公司主营业务收入和利润有望保持稳定增长，现金流充足，对按期足额偿还本期债券有利。

表 7 长期债务余额及其偿还期限

偿还分布年限	债务数额 （亿元）	占总债务比重 （%）
需于 1 年内偿还（2005）	9.72	27.20
需于 1-2 年内偿还（2006）	4.89	13.69
需于 2-5 年内偿还（2007-2009）	11.08	31.01
需于 5-10 年内偿还（2010-2014）	10.04	28.10
合 计	35.74	100

公司与国内多家商业银行建立有稳固的合作关系，截止2004年底，仅本部就获得综合授信额度20亿元，间接融资渠道畅通。公司目前正积极推动下属二级子公司方元电力上市，如该项目能够成功运作，公司利用资本市场直接融资的平台将进一步扩大。公司重视盘活现有资产，通过股权置换和债转股等方式，既能够退出竞争优势不明显的行业，也能够获得更多的资金。此外，公司拥有很强的政府背景，在广西地方经济中地位独特，能够得到地方政府的有力支持。综上所述，公司的融资渠道丰富，综合融资能力很强，能够有效降低债务偿还风险。

综合上述分析判断，公司对债务的实际偿还能力较强，本期债券不能按期还本付息的风险很小。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券拟由中国农业银行广西壮族自治区分行提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。中国农业银行实行一级法人体制，本期债券的实际担保人为中国农业银行。

2. 担保人行业分析

商业银行是储蓄与投资相互转化的主要中介，在国民经济发展中发挥着重要作用。中国银行业金融机构包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、城市信用社、农村信用社、邮政储汇局、外资银行和非银行金融机构。截止 2004 年底，中国银行业金融机构总资产 315989.8 亿元，比上年同期增长率 13.8%，其中国有商业银行（包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行）总资产为 169320.5 亿元，占银行业金融机构的比例为 53.6%。四家国有商业银行一直处于十分重要的行业地位，对银行业的发展和金融秩序的稳定起着举足轻重的作用。

从目前的金融结构来看，银行业处于整个金融业的主导地位，无论是资产规模或在国民经济中的影响力，我国银行业都远大于非银行的保险、证券等金融行业，银行业的地位依然举足轻重。银行间的竞争日趋激烈，目前我国国内银行业的市场格局仍以四大国有商业银行为主导，但其存、贷款市场份额都在逐步下降。股份制商业银行和外资银行市场份额相对较小，但发展势头强劲，市场竞争日趋激烈。同时也要看到，证券业、保险业发展速度更快，其提供的金融产品很多与银行业有明显的竞争关系，对银行储蓄分流的影响在逐渐增加。由于银行业在金融业的比重较大，目前的竞争并未对银行业务发展构成威胁。

银行业是一种风险行业，在提供金融服务过程中，它们承担了各种金融风险。目前，我国银行业的信用风险仍是主要风险，而且信用风险较大，主要表现为不良贷款比率仍然很高。截止 2004 年底，国有商业银行和股份制商业银行不良贷款余额 17176 亿元，不良贷款率 13.21%，比年初减少 1.98 个百分点。其中，国有商业银行不良贷款余额为 15751 亿元，不良贷款率为 15.57%，比年初减少 1.29 个百分点。目前，我国商业银行不良贷款比率距离 10%的

国际警戒线仍有一定的距离；与国际领先的银行相比，我国商业银行不良贷款率显得更高，如花旗银行和汇丰银行的不良贷款比率分别只有 2.7%和 3%。

商业银行另一个重要风险是市场风险，主要包括利率风险和汇率风险。此外，商业银行的操作风险也比较大，主要是管理水平不高、管理难度大、内控机制不健全导致的，另外道德风险也比较大。

2003 年 3 月，国务院设立了中国银行业监督管理委员会，统一负责对中国银行业金融机构的监督管理工作。监管部门近年来出台了一系列监管政策和规定，抓住了我国银行业存在的主要问题，如银行业的法人治理结构问题、风险控制等内部运行机制问题、不良资产问题、资本充足率问题、银行风险评价问题等。这些监管政策和法规的出台和实施，将大大推进我国银行业的改革，加快解决我国银行业长期存在的问题。监管部门严密地监测商业银行的资本充足率和资产质量，有利于促进商业银行采取更为稳健的经营策略，拓展盈利空间，降低经营成本，减少市场不公平和恶性竞争。

继 1998 年财政部发行 2700 亿元特别国债向四大国有商业银行注入资本金后，随着近年来四大国有商业银行资产规模的不断扩大，资本充足率与 8%的差距越来越大，国务院决定先行对中国银行和中国建设银行实施股份制改造试点，并动用 450 亿美元国家外汇储备为其补充资本金，以尽快满足 8%资本充足率的要求。为了防范和化解银行业风险，政府在加大对银行业监管的同时，也在大力推动银行业的商业化改革。在银行商业化改革中，政府给予了较大的政策支持，预计近期内政府的这类支持不会减少。

总体看来，我国银行业在良好的经营环境中，资产质量、盈利能力、管理水平均有明显提高，但与真正的银行相比，国内银行仍存在较大的差距。

3. 担保人担保能力分析

中国农业银行（以下简称“农行”）是我国四大国有商业银行之一，是中国国内机构网络分布最广的银行。

农行实行“一级法人体制”，总行对分支行实行垂直领导，所有分支行机构在总行授权、转授权或再转授权的范围之内经营，即统一法人、统一对外承担责任，按照“分级管理，授权经营”的方式经营。

目前农行网点遍布中国城乡，是国内网点最多、业务辐射范围最广的大型国有商业银行。业务领域已由最初的农村信贷、结算业务，发展成为品种齐全，本外币结合，能够办理国际、国内通行的各类金融业务。

截止 2004 年底，农行的资产总额为 40137.69 亿元，存款总额为 34915.49 亿元，贷款总额为 25900.72 亿元，所有者权益合计 780.63 亿元；2004 年实现利息收入 1018.65 亿元，净利润为 20.03 亿元。在《银行家》按一级资本的排名中，农行列第 25 位。在《欧洲货币》按所有者权益排名的全球新兴市场 250 大银行中，农行名列第三。农行连续多年入选《财富》“世界 500 强”企业，并首批取得 QFII 托管行资格。

从表 8 看，农行近几年资产总额、存款总额、贷款总额都有较快的增长，所有者权益有明显减少，但不良贷款率由 2003 年的 30.66% 下降至 26.73%，负债比率和存贷比略有上升；2004 年度利息收入、净利息收入和净利润均有不同幅度的增长，净资产收益率增长明显，盈利能力呈增长态势。总体看，农行近几年经营状况有明显好转。

表 8 农行基本财务状况表

项目 (亿元)	2002 年	2003 年	2004 年	变动率(%)
资产总额	29765.66	34940.16	40137.69	16.12
所有者权益	1360.40	1379.69	780.63	-24.25
贷款	19129.60	22683.93	25900.72	16.36
存款	24796.18	29972.88	34915.49	18.66
利息收入	848.08	929.32	1018.65	9.60
净利息收入	452.23	513.35	551.13	10.39
税前利润	29.17	19.42	84.41	70.11
税后利润	28.97	19.22	20.03	-16.85

计算指标(%)	2002 年	2003 年	2004 年	平均值
存贷比	129.62	132.13	134.81	132.19
净资产收益率	2.13	1.39	2.57	2.03
负债比率	95.43	96.05	98.06	96.51

农行的主要优势为：资产规模和市场份额较大，资金调度能力较强；业务网点广泛且覆盖率高；有一批业务熟练、经验丰富的管理人员和业务人员。主要问题是体制与机制不灵活，效率不高，资产质量偏低，不良资产较大，资本充足率较低，冗员较多，有一定管理难度。

本期债券额度相当于农行 2004 年底资产总额的 0.025%，贷款总额的 0.038%，所有者权益的 1.28%，净利息收入的 1.81%。立即偿还担保的本期债券对农行影响很小。

总的来看，中国农业银行作为我国四大商业银行，对国民经济的影响巨大，对我国金融体系举足轻重，与其他股份制商业银行相比，更有可能获得政府和中央银行的支持。

本期债券由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任的担保，整体担保实力很强，可有效提升本期企业债的信用状况。

九、综合评价

公司是广西壮族自治区国有资产投资和经营实体，代表自治区人民政府对相关领域的重点建设项目进行投资，是目前广西最大的国有企业，在区内拥有明显的规模优势、资源优势和政策优势。

公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构，与下属公司间形成了以资本为纽带的产权关系，管理体系清晰，管理制度健全，管理风险较低。

公司目前以电力行业为核心投资产业。电力供应紧张局面的持续以及实行煤电价格联动政策使电力行业在未来一段时间内仍属于风险较小的行业之一。

公司可控装机容量规模较大，在广西电网中占有较大的份额，在有色金属、化工等行业也具有一定的规模。公司前几年整体经营情况

良好。随着未来在建电力项目和氧化铝项目的投产，公司盈利能力和抗风险能力将进一步提升。

公司目前资产质量良好，货币资金充足，债务负担不重，财务构成合理；盈利能力较强，成长性良好，对全部债务偿还能力正常。未来几年，随着在建项目相继投产，公司盈利能力和现金流量有望进一步提高，偿债能力随之增

强。

本期债券由中国农业银行广西壮族自治区分行提供担保。中国农业银行为本期债券提供的担保实力很强，可有效提升本期债券的信用状况。

综上所述，本期债券不能如期还本付息的风险很低。

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	76957.04	48728.51	91358.32	8.96
短期投资	415.49	186.45	101.09	-50.67
减：短期投资跌价准备	0.00	0.00	0.00	
短期投资净额	415.49	186.45	101.09	-50.67
应收票据	10957.00	9535.46	4958.68	-32.73
应收股利	0.00	0.00	0.00	
应收利息	12444.37	2012.28	1768.97	-62.30
应收账款	92690.09	82454.92	69450.94	-13.44
其他应收款	32254.55	37598.74	12615.69	-37.46
减：坏账准备	0.00	0.00	0.00	
应收账款净额	124944.64	120053.66	82066.63	-18.96
预付账款	10490.61	17639.28	12408.48	8.76
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	
存货	21249.15	25211.91	26995.32	12.71
减：存货跌价准备	0.00	0.00	0.00	
存货净额	21249.15	25211.91	26995.32	12.71
待摊费用	263.36	106.72	309.88	8.47
待处理流动资产净损失	-105.94	894.23	4105.16	
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	3990.53	
流动资产合计	257615.72	224368.49	228063.05	-5.91
长期投资				
长期股权投资	250418.42	251762.03	362769.85	20.36
长期债权投资	203821.68	199015.86	96832.10	-31.07
长期投资合计	454240.11	450777.89	459601.95	0.59
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	
长期投资净额	454240.11	450777.89	459601.95	0.59
合并价差	-55389.23	-24612.57	6939.78	
固定资产				
固定资产原值	807320.69	833445.81	837674.62	1.86
减：累计折旧	241880.07	248013.09	289323.77	9.37
固定资产净值	565440.62	585432.71	548350.85	-1.52
固定资产净值减值准备	20.00	20.00	159.56	182.45
固定资产净额	565420.62	585412.71	548191.30	-1.54
工程物资	0.00	344.04	2214.22	
在建工程	6520.11	8198.65	50582.93	178.53
固定资产清理	443.94	42.15	66.50	-61.30

待处理固定资产净损失	103.51	114.22	2013.50	341.06
固定资产合计	572488.17	594111.78	603068.44	2.64
无形资产及其他资产				
无形资产	16660.60	19476.85	19208.49	7.37
开办费	0.00	2355.25	0.00	
长期待摊费用	4013.94	7339.95	1574.51	-37.37
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产及其他资产合计	20674.54	29172.05	20783.00	0.26
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	
资产总计	1249629.31	1273817.64	1318456.23	2.72

附表 1-2 资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	62169.33	33851.84	50749.50	-9.65
应付票据	1505.00	0.00	0.00	-100.00
应付帐款	49691.99	46416.23	24723.80	-29.46
预收帐款	6502.43	6933.89	7532.09	7.63
代销商品款	0.00	0.00	0.00	
应付工资	2080.63	2941.51	4065.13	39.78
应付福利费	747.97	1088.73	2123.19	68.48
应付股利	2203.99	27.66	1725.64	-11.51
应交税金	7276.07	8744.34	9678.72	15.33
其他应交款	228.87	353.91	310.23	16.43
其他应付款	34983.32	25376.38	16916.35	-30.46
预提费用	1170.58	2160.44	1815.09	24.52
一年内到期的长期负债	3000.00	0.00	3600.00	9.54
其他流动负债	0.00	0.00	369.39	
流动负债合计	171560.18	127894.93	123609.14	-15.12
长期负债				
长期借款	344834.63	356369.13	357388.23	1.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	4052.87	4032.87	12535.68	75.87
专项应付款	0.00	0.00	988.14	
住房周转金	0.00	0.00	2584.45	
其他长期负债	5028.21	3639.08	0.00	-100.00
长期负债合计	353915.71	364041.08	373496.51	2.73
递延税项				
递延税项贷款	0.00	4501.88	4501.88	
负债合计	525475.89	496437.89	501607.52	-2.30
少数股东权益	105243.42	103273.78	127426.94	10.04
所有者权益				
股本	444475.20	452416.31	457606.31	1.47
资本公积	116994.94	151914.79	140997.06	9.78
盈余公积	11952.86	18074.45	25390.36	45.75

其中：公益金	6499.86	9041.62	11235.17	31.47
未分配利润	45487.00	51700.42	65428.04	19.93
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	
所有者权益合计	618910.00	674105.97	689421.77	5.54
负债及所有者权益合计	1249629.31	1273817.64	1318456.23	2.72

附表 2 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	284814.42	400363.72	459746.72	27.05
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	284814.42	400363.72	459746.72	27.05
减: 主营业务成本	226274.86	295717.47	358794.72	25.92
主营业务税金及附加	2407.25	4202.22	3385.15	18.58
二、主营业务利润	56132.31	100444.02	97566.85	31.84
加: 其他业务利润	3232.16	3225.95	4608.25	19.40
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	
营业费用	3768.25	14822.16	17801.40	117.35
管理费用	18226.58	36681.92	40406.70	48.89
财务费用	29261.83	24522.92	18268.62	-20.99
三、营业利润	8107.82	27642.98	25698.38	78.03
加: 投资收益	17.77	2174.07	19441.52	3207.84
补贴收入	30.26	59.02	1417.82	584.54
营业外收入	373.89	138.03	1326.54	88.36
减: 营业外支出	3292.42	6130.58	2636.06	-10.52
其他支出	0.00	0.00	0.00	
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	5237.32	23883.53	45248.20	193.93
减: 所得税	5575.58	6117.57	9357.71	29.55
减: 少数股东损益	-1706.60	6508.66	13518.36	
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
五、净利润	1368.34	11257.30	22372.13	304.35
加: 年初未分配利润	45739.24	45487.00	51700.42	6.32
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	
六、可供分配的利润	47107.58	56744.30	74072.55	25.40
减: 提取法定盈余公积	875.91	2880.09	4199.60	118.96
提取法定公益金	744.67	2163.79	4444.91	144.31
七、可供股东分配的利润	45487.00	51700.42	65428.04	19.93
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	-
提取任意盈余公积	0.00	0.00	0.00	-
应付普通股股利	0.00	0.00	0.00	-
转作股本的普通股股利	0.00	0.00	0.00	-
其他	0.00	0.00	0.00	-
八、未分配利润	45487.00	51700.42	65428.04	19.93

附表 3-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
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	241858.23	370810.81	604233.84	58.06
收到的租金	0.00	0.00	0.00	-
收到的税费返还	6476.66	1482.47	62619.28	210.94
收到的其他与经营活动有关的现金	57263.72	19943.74	15672.79	-47.68
现金流入小计	305598. 61	392237. 02	682525. 91	49.45
购买商品、接受劳务支付的现金	132379.65	227157.30	336359.29	59.40
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
支付给职工以及为职工支付的现金	19233.65	28124.74	33562.07	32.10
支付的各项税费	30426.92	38845.41	46231.92	23.27
支付的其他与经营活动有关的现金	88646.51	61763.10	152864.47	31.32
现金流出小计	270686. 72	355890. 56	569017. 75	44.99
经营活动产生的现金流量净额	34911. 89	36346. 46	113508. 16	80.31
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	28425.51	29021.68	58486.06	43.44
取得投资收益所收到的现金	4511.20	5459.37	14848.91	81.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	323.14	267.17	223.67	-16.80
收到的其他与投资活动有关的现金	13655.90	9058.02	103.69	-91.29
现金流入小计	46915. 75	43806. 25	73662. 34	25.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	9955.10	16876.19	54116.60	133.15
投资所支付的现金	14318.18	20322.28	113153.05	181.12
支付的其他与投资活动有关的现金	193.04	6709.28	333.83	31.50
现金流出小计	24466. 32	43907. 75	167603. 47	161.73
投资活动产生的现金流量净额	22449. 42	-101. 50	-93941. 14	-
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	26158.61	7325.14	46414.94	33.21
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	-
借款所收到的现金	87373.00	73866.36	149181.02	30.67
收到的其他与筹资活动有关的现金	4799.03	6204.33	2337.02	-30.22
现金流入小计	118330. 64	87395. 83	197932. 98	29.33
偿还债务所支付的现金	114040.98	106788.46	155120.39	16.63
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
分配股利或利润所支付的现金	13917.15	17096.50	9931.35	-15.52
偿付利息所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	-
支付的其他与筹资活动有关的现金	3094.00	27949.87	2414.18	-11.67
现金流出小计	131052. 13	151834. 84	167465. 91	13.04
筹资活动产生的现金流量净额	-12721.49	-64439.01	30467.07	-
四、汇率变动对现金的影响	-61.42	-34.48	0.00	-99.87
五、现金及现金等价物净增加额	44578. 40	-28228. 53	50034. 09	5.94

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
以投资偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
以固定资产进行长期投资	0.00	0.00	0.00	-
以存货偿还债务	0.00	0.00	0.00	-
融资租赁固定资产	0.00	0.00	0.00	-
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	1368.34	11257.30	22372.13	304.35
加: 少数股东损益	-1706.60	6508.66	13518.36	-
计提的坏帐准备或转销的坏帐	504.08	502.11	-825.86	-
固定资产折旧	50561.87	50707.95	50657.44	0.09
无形资产摊销	817.92	760.49	550.49	-17.96
长期待摊费用摊销	3672.82	1416.52	503.08	-62.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	2401.31	1209.24	1402.79	-23.57
待摊费用减少(减:增加)	62.36	166.51	-225.47	-
预提费用增加(减:减少)	21111.97	989.86	-347.81	-
固定资产报废损失	135.56	507.29	450.34	82.26
财务费用	29496.54	28643.70	18268.62	-21.30
投资损失(减:收益)	17.77	-2174.07	-19441.52	-
递延税款贷项(减:借项)	-1.32	4501.88	0.00	-100.00
存货的减少(减:增加)	2534.76	-3962.75	-1783.41	-
经营性应收项目的减少(减:增加)	-51459.42	-44471.57	30526.08	-
经营性应付项目的增加(减:减少)	13783.96	-13359.38	-2117.08	-
其他	-38390.04	-6857.28	0.00	-100.00
经营性活动产生的现金流量净额	34911.89	36346.46	113508.16	80.31
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	76957.04	48728.51	91409.00	8.99
减: 货币资金的期初余额	32378.64	76957.04	41375.15	13.04
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	22.12	-
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	21.88	-
现金及现金等价物净增加额	44578.40	-28228.53	50034.09	5.94

附表 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
总资本盈利率	(利润总额+利息支出)/(权益合计+长期债务+短期债务)
净资产收益率	净利润/股东权益
长期资本化比率	长期债务/(长期债务+股东权益+少数股东权益)
全部资本化比率	(长期债务+短期债务)/(长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益)
负债比率	负债总额/资产总额
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
利息倍数	(利润总额+利息支出)/利息支出
债务保护倍数	EBITDA/(长期债务+短期债务)
自由纯现金债务比	(经营活动产生的现金净流量+取得投资收益所收到的现金)/(长期债务+短期债务)
到期债务偿还倍数	期内(税后利润+折旧+摊销+其他偿债资金)/期内应偿还的长期债务
管理费用率	管理费用/总成本
销售债权周转次数	主营业务收入/(应收帐款+应收票据) 平均余额
存货周转次数	主营业务成本/存货
总资产周转次数	主营业务收入/资产总额
成本率	总成本/主营业务收入
总成本	主营业务收入-营业利润
EBITDA	税、息、折旧及摊销前的收益 (利润总额+利息支出+折旧+摊销)
短期债务	短期借款+ 一年内到期的长期负债
长期债务	长期借款+ 应付债券