

广西投资集团有限公司跟踪评级分析报告

债项

05 桂投债

10 亿元人民币, 2005/12/15~2015/12/14, AAA

跟踪评级时间: 2007 年 7 月 27 日

初次评级时间: 2005 年

主要数据:

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	1318456.23	1583924.38	1802031.83
所有者权益(万元)	689421.77	710400.36	692565.30
主营业务收入(万元)	459746.72	501947.23	565086.45
利润总额(万元)	45248.20	32770.20	53913.71
资产负债率(%)	38.05	47.15	53.01
全部债务资本化比率(%)	33.51	41.02	46.19
净资产收益率(%)	3.25	2.81	3.76
流动比率(%)	184.50	148.10	94.58
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	6.84	5.97
债务保护倍数(倍)	0.18	0.12	0.11

分析员

王 佳

电话 010-85679696-8876

邮箱 wangjia@lianheratings.com.cn

杨茗茗

电话 010-85679696-8880

邮箱 yangmingming@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层

Email:lianhe@lianheratings.com.cn

Http://www.lianheratings.com.cn

一、企业基本情况

广西投资集团有限公司(以下简称“公司”)前身是广西建设投资开发公司,始建于 1988 年 6 月 24 日,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,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。

截至 2006 年底,公司资产总额 1802031.83 万元,所有者权益 692565.30 万元,少数股东权益 154267.59 万元;2006 年实现营业收入 565086.45 万元,利润总额 53913.71 万元;2006 年经营活动产生的现金流量净额 114399.55 万元,现金及现金等价物净增加额-41625.69 万元。

公司地址:南宁市民族大道 109 号广西投资大厦。法定代表人:吴集成。

二、产业分析

公司投资领域涵盖电力、有色金属、化肥、交通和金融等行业,其中,电力行业是核心主导产业。

电力行业

从 2006 年整个电力行业运行特点来看,全年发电量累计完成 2.83 万亿千瓦时,同比增长 13.4%;全社会用电量为 2.82 万亿千瓦时,同比增长 14%。全国绝大部分省级电网的最高用

电负荷和日最大用电量均创出历史新高。虽然用电增幅保持较高水平，但由于新增发输电能力较多，2006年电力供需形势较为缓和，主要表现在电力缺口大幅减少和拉电条次大幅下降。当前我国电力产业由早先“硬短缺—电源短缺、发电能力不足”特征向“软短缺—电网不足，电能输送受限”转变。未来一段时间国家对于电力产业投资将主要集中在电网建设方面。2007年以来，国家审核通过的电源项目大多为“以大带小”的扩建、改建项目。

煤炭行业是火力发电行业最重要的上游行业，2006年市场煤价高位波动，电力企业合同煤价涨幅较大，燃料成本占发电总成本的比例超过60%，电煤价格的居高不下使电力行业面临一定的成本压力。虽然国家发改委根据煤电联动方案已于2005年5月和2006年6月提高了上网电价，但发电企业平均仍需承担30%的电煤涨价因素。

广西电网位于南方电网中部，是南方电网的重要组成部分和“西电东送”的强力支撑。广西地区是中国水电资源的富集区，境内水电可开发容量约为1863万千瓦，2006年水电和火电装机容量占比情况为57%和43%。为了贯彻国家“西部大开发”战略，“十五”期间广西电网建设完成投资122.76亿元，新增110千伏及以上变电容量962万千伏安，接近前50年的总和，“十一五”期间，广西电网建设计划总投资234亿元，比“十五”期间增长近一倍。“十一五”期间广西将建成投产的电源主要有龙滩水电站、百色水利枢纽电站、红花水电站、长洲水利枢纽电站、桥巩水电站、岩滩电站扩建、来宾电厂扩建等，共1141.6万千瓦，其中，840万千瓦电源将直接接入500千伏电网。

总体来看，2006年我国电力供需矛盾趋于缓和，电力行业成本压力较大。随着电源及相关输变电工程项目的建成投产，广西电网将进一步优化和完善，送电能力将大幅提高。

铝行业

国内氧化铝最主要的生产商是中国铝业股

份有限公司（以下简称“中铝公司”），2005年该公司产量占国内全部产量的90%以上。2005年以来，国内大量民间资金投入氧化铝工业，出现了如山东滨州魏桥科技铝业公司、山东信发集团等一大批非“中铝系”的大型氧化铝企业，使得国内氧化铝产能2006年出现了爆发性增长。截至2006年底，全国共有18家氧化铝生产企业，产能达1855万吨/年，年产量1369.99万吨，同比增长60.98%。预计2007年底我国氧化铝产能将进一步提升到约2400万吨/年，年产量可达1900万吨以上。

我国氧化铝及电解铝的价格受国际市场氧化铝和电解铝的价格影响较大，表现出与国际市场价格相近的走势。2006年以来，随着全球氧化铝产能的迅速扩张（新增产能主要来自中国），氧化铝价格快速下跌，国际氧化铝价格从2006年上半年的历史高价650美元/吨下降到年底时的200美元/吨左右，国内现货价也由2006年3月份高点时的6600元/吨一路下滑至年底时的2250元/吨，跌幅高达65.91%。在此情况下，2007年以来，国内主要非“中铝系”氧化铝企业实行限产保价政策，将氧化铝现货价格提高至2800-3000元/吨。在进口氧化铝价格和国内非中铝企业现货报价不断上升的情况下，2007年2月1日，中铝公司将氧化铝现货价格由2400元/吨上调至3600元/吨。

总体看，国际、国内产能的迅速扩张使得氧化铝价格难以大幅提高，预计未来2~3年将在3000元/吨的水平上下徘徊。

2006年，我国电解铝产能1200万吨左右，全年产量为935万吨，同比增长了19.8%；2007年1-3月产量为277.1万吨，同比增长了36.6%。据北京安泰科信息开发有限公司统计，国内目前在建电解铝项目累计产能接近450万吨，其中大约有370万吨的产能将在2007年底前建成投产。加上闲置产能的重启，因此预测2007年底电解铝产量将增至1200万吨以上，比2006年增长27.7%，产量增速将超过消费量增速。

由于自2006年5月以后，国际、国内氧化铝

价格快速下跌，与此同时，电解铝价格则保持高位运行，使得氧化铝与电解铝价差增加，扩大了电解铝行业的利润空间，短期内铝业利润向下游转移的趋势明显。

三、经营管理分析

1、高管人员变动情况

根据广西壮族自治区人民政府任免通知，任命吴集成同志任广西投资集团有限公司董事长，免去黄名汉同志的广西投资集团有限公司董事长职务。根据广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会桂国资产字[2006]11 号文，任命张雅锋同志任公司董事，任命李少民同志和廖日裕同志任公司副总经理。吴集成先生，大专学历，历任广西桂林市副市长、广西柳州钢铁（集团）公司党委书记、董事长、广西柳州市委书记，2003 年 8 月至今任广西柳州市委书记、市人大常委会主任、广西壮族自治区党委第八届候补委员、第十届人大代表。张雅锋女士，大学本科学历，历任广西南方商业集团公司董事长、总经理、党支部书记，广西开发投资有限责任公司副总经理、董事、国海证券股份有限责任公司董事长。李少民先生，大学本科学历，历任广西开发投资有限责任公司总经理助理，广西投资集团有限公司总经理助理，广西方元电力有限公司副总裁等职务，2007 年 1 月至今任公司副总经理、党委委员，广西方元电力股份有限公司总裁。廖日裕先生，大学本科学历，历任广西开发投资有限责任公司党委委员，广西投资集团有限公司党委委员、总经理助理等职务，2006 年 11 月至今任公司副总经理、党委委员。

2、2006 年经营情况

2006 年，公司主营业务收入构成中，电力和铝产品收入占比分别为 46.85%和 22.22%，较 2005 年的 47.81%和 19.20%变化不大。2006 年公司完成项目投资 28.32 亿元，完成年度计划

的 118.61%，同比增长 139.98%。

截至 2006 年底，公司可控电力装机容量 199 万千瓦，权益装机容量 265.3 万千瓦，火电机组 156 万千瓦，占公司权益装机容量的 59%；水电机组 109 万千瓦，占公司权益装机容量的 41%。2006 年公司新增权益装机容量 29.4 万千瓦，全部为火电机组。其中，来宾电厂改扩建项目首台 30 万千瓦机组已于 2006 年底投产，第二台 30 万千瓦机组已于 2007 年 4 月通过 168 小时试运行。

总体来看，公司已投产发电的电源项目以火电为主，公司发电设备利用小时数在枯水期普遍较高，在广西地区以水电为主的电源结构中，公司电源结构优势较为明显。随着新建电源项目陆续投入运营，公司整体电源资产质量进一步提高。

2006 年公司进一步加大对有色金属产业特别是氧化铝工业的投资力度，电解铝产能 10 万吨，较 2005 年底增加 3 万吨。公司主要在建项目广西桂西华银铝业公司（简称“华银”）的氧化铝一期工程（建设规模 160 万吨）已进入建设高峰期，第一条 80 万吨生产线计划于 2007 年 10 月投产，2008 年实现全面投产。

3、未来发展

2007 年公司计划投资 48.68 亿元，安排投资项目 26 个，年内实现龙滩水电站 3 台机组（3×70 万千瓦）投产、钦州电厂两台机组（2×60 万千瓦）投产、田阳电厂两台机组（2×13.5 万千瓦）投产、桥巩水电站（8×5.7 万千瓦）截流等电源投资任务。

未来公司将加快产业结构调整，推进资源整合和产业重组，重点是电力和有色金属的结合以及有色产品产业链的延伸和扩展。

四、财务分析

公司的 2006 年合并财务报表由大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见（审计报

告出具于 2007 年 4 月 28 日，编号为“大信审字(2007)第 0477 号”。

2006 年公司纳入合并范围的二级子公司较 2005 年减少 2 家，分别为广西开投防城港市发展有限责任公司（持股 100%）、广西上林发电有限责任公司（持股 50%），该 2 家公司已进行清算，经广西壮族自治区国有资产监督管理委员会批准本期不纳入合并范围。公司 2006 年财务报表与 2005 年可比性强。此外，公司作为第一大股东持有广西桂西华银铝业公司 34% 股权，未将其纳入合并范围，公司计划 2007 年将其纳入，届时经营规模将明显扩大。

1、资产质量

截至 2006 年底，公司资产总额 1802031.83 万元，同比增长 13.77%。其中，流动资产占比 21.96%、长期投资占比 29.79%、固定资产合计占比 45.89%，资产构成与 2005 年变化不大。

截至 2006 年底，公司流动资产合计 395736.59 万元，同比增长 14.04%。其中，货币资金占比 28.70%、应收账款净额（含应收账款和其他应收款）占比 29.79%、预付账款占比 26.41%、存货占比 12.49%。

公司流动资产中应收账款净额与 2005 年相比变化不大。公司预付账款 104520.34 万元，同比增长 471.06%，其中，账龄 1 年以内占比 47.54%、账龄 1~2 年占比 51.46%，预付账款的大幅增加主要是广西方元电力有限责任公司在建项目的设备预付款。公司存货 49451.02 万元，同比增长 13.68%，其中，原材料和燃料占比 72.24%，贬值可能性较小。

截至 2006 年底，公司长期投资净额 536888.48 万元，同比增长 21.65%，主要是长期股权投资。公司长期投资的增加主要是对在建电站的继续投资以及权益法核算的二级子公司权益的净增加。

截至 2006 年底，公司固定资产合计 826894.40 万元，其中，固定资产净额 481536.84 万元，同比下降 5.96%；在建工程 303281.04 万

元，同比增加 74.90%。固定资产原值 857460.45 万元，累计折旧 374006.79 万元，固定资产成新率 56.38%。在建工程的增加主要是来宾电厂改扩建工程以及循环硫化床机组工程、炉烟气脱硫工程等脱硫环保工程。

总体来看，公司资产规模逐步扩大，资产构成基本稳定，货币资金较为充足，整体资产质量较高。

2、负债及所有者权益结构

截至 2006 年底，公司所有者权益合计 692565.30 万元，同比减少 2.51%，其中，实收资本占比 66.07%、资本公积占比 26.80%、盈余公积占比 1.58%、未分配利润占比 5.68%。公司所有者权益构成中，未分配利润 39348.66 万元，较 2005 年底减少 44685.12 万元，原因在于公司原执行行业会计制度，从 2006 年 1 月 1 日起开始执行《企业会计制度》，并对清产核资公司及参加清产核资的子公司计提减值准备 69627.70 万元，相应调减 2006 年初未分配利润。

截至 2006 年底，公司负债合计 955198.94 万元，同比增加 27.89%，流动负债的大幅增加导致长短期债务比例变化，负债结构不尽合理。公司流动负债合计 418419.74 万元，同比增加 78.57%，主要是短期借款和应付票据的增加所致。其中，短期借款占比 43.89%、应付票据占比 13.54%、应付账款占比 12.05%、其他应付款占比 18.20%。公司长期负债合计 532335.46 万元，同比增加 4.77%，主要由长期借款和应付债券构成。

截至 2006 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.01% 和 46.19%，分别较 2005 年 47.15% 和 41.02% 有所上升，公司债务负担有所加重。

总体来看，公司股东权益稳定性一般，负债结构不尽合理，债务负担偏重。

3、盈利能力

2006 年公司实现主营业务收入 565086.45

万元，同比增加12.58%；实现主营业务利润102866.47万元，同比增加53.63%；主营业务利润率18.20%，较2005年明显提高；实现净利润26059.88万元，同比增加30.78%。2006年公司主营业务收入构成中，电力项目、铝产品、化工产品、其他产品收入占比分别为46.85%、22.22%、13.75%和17.18%，对主营业务利润贡献率分别为61.96%、21.50%、-0.70%和17.24%。可见，来自电力项目的利润绝对额和主营业务利润率在公司所有业务中均为最高。

2006年公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.58%和3.76%，较2005年有所提高，但仍处于较低水平。

4、现金流

经营活动现金流方面，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金627475.47万元，同比增加14.78%。2006年公司现金收入比111.04%，与2005年相比变化不大，公司收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2006年公司投资活动现金流出365975.17万元，同比增加48.44%，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付现金的增加；投资活动产生的现金流量净额-222155.98万元，其绝对值较2005年增加39.19%，公司投资规模呈扩大趋势。2006年公司筹资活动前现金流量净额-107756.43万元，公司对外筹资需求较大。

筹资活动现金流方面，2006年公司筹资活动现金流入507567.84万元，同比增加52.78%，主要是银行借款；筹资活动产生的现金流量净额66175.84万元，较2005年明显减少，主要是偿付债务金额较大所致。

2006年公司现金及现金等价物增加额为-41625.69万元，较2005年出现大幅下降。

总体来看，公司经营活动获取现金能力较强，现金流状况较为稳定；随着投资规模的不断扩大，公司对外筹资力度加大。

5、偿债能力分析

短期偿债能力方面，2006年公司流动比率和速动比率分别为94.58%和82.76%，较2005年均明显下降，主要是短期借款和应付票据的增加导致流动负债增长较快所致。公司短期支付压力较大。

长期偿债能力方面，2006年公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为5.97倍和0.11倍，与2005年相比略有下降，主要是公司短期债务增长较快，利息支出增加所致。总体来看，公司对整体债务的保护能力一般。

五、本期债券情况

公司于2005年12月15日发行公司债券10亿元，2015年12月14日到期，简称“05桂投债”，固定利率计息，票面利率为4.65%，每年付息一次。公司已于2006年12月15日按时支付第一年度利息。

截至2006年底，“05桂投债”发债资金10亿元已全部用于所投资项目龙滩水电站建设，资金使用方向未发生变化。目前，龙滩水电站首台水轮发电机组已完成试运行，全部工程计划于2010年竣工。

“05桂投债”由中国农业银行授权其广西壮族自治区分行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，中国农业银行2007年主体信用等级为AAApi。“05桂投债”的担保实力没有变化。

六、综合评价

2006年公司继续以电力行业为核心投资产业，投资规模显著扩大。受电煤价格高涨、电解铝利润空间加大等综合因素影响，2006年公司主营业务收入和利润规模仍稳步扩大，盈利能力进一步提高。公司目前正处于投资建设高峰期，公司电力和铝产品收入将继续保持增长，竞争实力进一步增强。2006年公司债务负担加

重，短期偿债压力加大。

积极因素

1、国家“西电东送”政策的实施，南方电网尤其是两广地区电力需求的持续增长，为公司电力行业提供了广阔的发展空间。

2、公司主要在建项目华银氧化铝一期工程已进入建设高峰期，预计2008年全面投产，有望成为公司又一稳定的利润来源。

关注

1、电煤价格的持续高位运行对公司电力行业生产带来较大压力。

2、国际、国内产能的迅速扩张使得氧化铝价格难以大幅提高。

3、公司在建项目集中在2007~2008年投产，公司资金压力较大。

附件 1 主要财务数据

项 目 (万 元)	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	91358.32	151628.64	113590.56	11.51
应收款项净额	82066.63	114499.49	117890.19	19.85
存货净额	26995.32	43483.17	49431.89	35.32
流动资产合计	228063.06	347009.68	395736.59	31.73
资产总计	1318456.23	1583924.38	1802031.83	16.91
短期借款	50749.50	122775.98	183646.69	90.23
应付票据	0.00	3613.00	56651.30	-
应付帐款	24723.80	36231.01	50427.07	42.82
预收帐款	7532.09	18164.89	21339.58	68.32
其他应付款	16916.35	35335.02	76157.10	112.18
一年内到期的长期负债	3600.00	3000.00	0.00	-
其他流动负债	369.39	0.00	0.00	-
流动负债合计	123609.13	234312.55	418419.74	83.98
长期借款	357388.23	352622.44	386425.30	3.98
应付债券	0.00	100216.58	100216.58	-
负债合计	501607.52	746871.40	955198.94	38.00
少数股东权益	127426.94	126652.62	154267.59	10.03
所有者权益合计	689421.77	710400.36	692565.30	0.23
主营业务收入	459746.72	501947.23	565086.45	10.87
主营业务利润	97566.85	66958.33	102866.47	2.68
利润总额	45248.20	32770.20	53913.71	9.16
净利润	22372.13	19927.06	26059.88	7.93
EBITDA	111881.99	99039.74	126725.07	6.43
销售商品、提供劳务收到的现金	604233.84	546672.68	627475.47	1.91
经营活动产生的现金流量净额	113508.16	39918.30	114399.55	0.39
投资活动产生的现金流量净额	-93941.14	-159604.45	-222155.98	53.78
筹资活动前现金流量净额	19567.02	-119686.15	-107756.43	-
筹资活动产生的现金流量净额	30467.07	182094.10	66175.84	47.38
现金及现金等价物净增加额	50034.09	62407.73	-41625.69	-
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数(次)	6.18	6.34	6.50	6.38
存货周转次数(次)	13.29	12.24	9.86	11.26
总资产周转次数(次)	0.35	0.35	0.33	0.34
主营业务利润率(%)	21.22	13.34	18.20	17.35
现金收入比(%)	131.43	108.91	111.04	114.48
总资本收益率(%)	3.04	2.42	2.58	2.62
净资产收益率(%)	3.25	2.81	3.76	3.37
长期债务资本化比率(%)	30.44	35.11	36.49	34.87
全部债务资本化比率(%)	33.51	41.02	46.19	42.10
资产负债率(%)	38.05	47.15	53.01	48.26
流动比率(%)	184.50	148.10	94.58	128.62
速动比率(%)	162.66	129.54	82.76	112.78
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	6.84	5.97	6.54
债务保护倍数(倍)	0.18	0.12	0.11	0.13
筹资活动前现金流量净额债务利息偿还能力(倍)	1.31	-8.27	-5.08	-4.76
筹资活动前现金流量净额债务偿还能力(倍)	0.05	-0.21	-0.15	-0.13

附件 2 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中, 上述公式中: 主营业务收入为营业收入; 主营业务成本为营业成本; 股东权益包括少数股东权益。

附件3 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成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。