

跟 踪 评 级 公 告

联合[2010] 752 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广西投资集团有限公司“05桂投债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广西投资集团有限公司跟踪评级报告

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
05 桂投债	10 亿元	2005/12/15-2015/12/14	AAA	AAA

跟踪评级时间：2010 年 12 月 29 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	10 年 9 月
现金类资产(亿元)	87.51	150.80	170.01
资产总额(亿元)	456.36	524.06	528.09
所有者权益(亿元)	120.42	130.00	139.30
短期债务(亿元)	88.98	39.49	12.82
全部债务(亿元)	210.78	254.48	249.81
营业收入(亿元)	133.11	170.75	161.97
利润总额(亿元)	8.06	13.76	13.69
EBITDA(亿元)	30.47	40.74	--
经营性净现金流(亿元)	-25.18	62.30	5.10
营业利润率(%)	13.94	18.22	20.14
净资产收益率(%)	4.15	7.60	--
资产负债率(%)	73.61	75.19	73.62
全部债务资本化比率(%)	63.64	66.19	64.20
流动比率(%)	85.68	129.45	152.49
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	6.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	3.25	--
经营现金流流动负债比(%)	-12.21	36.26	--

注：2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

王 健

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，广西投资集团有限公司（以下简称“公司”）经营规模持续扩张，收入水平大幅增长，尽管受行业供给过剩压力影响，铝业及化肥板块盈利能力有所下滑，但在主营电力及证券业务的带动下，公司整体的盈利水平及现金流状况得到显著改善，对公司信用基本面形成了有力支撑。

2010 年以来，随着铝业及化肥等业务板块经营压力的缓解，公司整体经营状况呈现持续回升态势。未来随着相关板块的逐步发展，公司多元化的业务格局将进一步巩固，整体竞争实力及抗风险能力有望得到提升。

公司发行的“05 桂投债”由中国农业银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，中国农业银行主体信用等级为 A+，进一步增强了“05 桂投债”本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司“05 桂投债”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司作为广西壮族自治区国资委独资持有的大型投资集团，在资产规模、政府支持、区域市场份额等方面具有明显优势。
2. 公司形成了以电力生产、铝业、证券和化工为核心的多元业务格局，具有较强的抗风险能力。
3. 跟踪期内，在电力、证券等业务的带动下，公司整体的盈利水平及现金流状况得到显著改善。
4. 中国农业银行担保实力强，有效增强“05 桂投债”本息偿付安全性。

关注

1. 跟踪期内，受行业下游需求萎缩影响，公

司化肥、铝业板块盈利出现下滑。

2. 公司债务规模增长，目前整体债务负担较重。

3. 近年来，公司投资规模较大，对外融资依赖程度高。

一、主体概况

广西投资集团有限公司(以下简称“公司”)是广西壮族自治区人民政府直属的国有独资企业,前身是始建于1988年的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。截至2009年底,公司注册资本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2009年底,公司(合并)资产总额524.06亿元,所有者权益130.00亿元,其中少数股东权益40.26亿元;2009年公司实现营业收入170.75亿元,利润总额13.76亿元。

截至2010年9月底,公司(合并)资产总额528.09亿元,股东权益139.30亿元,其中少数股东权益48.09亿元;2010年1~9月公司实现营业收入161.97亿元,利润总额13.69亿元。

公司地址:南宁市民族大道109号广西投资大厦;法定代表人:管跃庆。

二、经营管理分析

1. 行业状况

公司投资范围涵盖电力、有色金属、金融、化工等行业,其中电力生产和铝产品是公司目前的投资重点。

电力行业

2009年,国内电力需求呈现明显的前低后高的状况,全社会发、用电量从年初严重下滑、年中企稳回升,至四季度开始大幅攀升,当年国内全口径用电量36430亿Kwh,同比增长5.96%,增速大于上年。2010年,下游用电需求回升态势得以持续,根据中电联数据,1~9月份,国内累计全社会用电量30906亿千瓦时,同

比增长16.1%,但从二季度末开始月度增速呈现逐月回落态势,一方面是受上年基数效应影响,另外是二季度以来在国家出台地产调控政策后建材、冶金等行业用电需求受到一定抑制,以及7月份以来部分地方政府为完成节能减排任务,对区域内用电量进行限制,但预计全年国内用电量增速仍将保持在9%以上。

近年来,受新增装机快速增加影响,电力行业供给压力加大,发电设备利用小时持续下滑,2008年下游需求下滑进一步加剧行业供需矛盾,当年国内发电设备平均利用小时数较上年减少了334个小时,同比跌幅超过6%,为近年最大跌幅。2009年上半年,国内发电设备平均利用小时数仍呈下滑态势,但降幅逐月收窄,从8月份开始,随用电需求的企稳回升,发电设备利用小时月度数据同比实现增长。进入四季度,在重工业用电需求快速回升的带动下,11、12月单月发电设备利用小时增速均保持在8%以上,其中火电利用小时回升明显,12月同比增幅超过20%。2009年全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4527小时,比去年同期降低121小时;其中水电设备平均利用小时为3264小时,受国内大范围干旱的影响比去年同期下降325小时;火电设备平均利用小时为4839小时,比去年同期降低46小时。进入2010年,行业内设备利用效率回升的趋势得以持续,1月份国内6000千瓦以上机组平均利用小时数实现5年来的首次正增长,截至9月底全国发电设备平均利用小时为3540小时,同比增加197小时,其中火电机组利用小时同比增加290小时;2010年受年初大范围干旱影响,水电机组利用小时同比出现较大下降,但自三季度进入丰水期,多数电站来水状况有明显改善,1~9月水电机组平均利用小时为2660小时,同比减少11小时。

现阶段,电煤价格仍是影响火电盈利状况的主要因素,2009年前10个月,国内市场煤炭价格在相对低位窄幅波动,使得火电行业成本压力得到明显缓解,企业盈利状况得以回升,

根据国家统计局数据,2009年1~11月国内火电企业累计实现利润总额464.89亿元,较上年同期增加了842.31亿元。2009年四季度末,国内市场电煤价格又一次进入上升通道,2010年1月份主要电煤的平均价格较2009年10月份同比增幅超过25%,2月仍在高位窄幅波动。电煤价格的上涨对火电行业的利润空间形成了挤压。2010年1~2月,国内火电行业的月度盈利能力环比2009年四季度出现明显下滑,部分火电企业又一次濒临亏损边缘。从3月份开始至9月末,国内电煤价格在相对低位窄幅波动,但进入四季度电煤价格水平再次开始上涨,火电企业的成本压力也有所上升。

铝行业

2009年中国电解铝产量完成1363万吨,较上年仅增长3.60%,增幅大幅回落;但行业整体运行状况呈逐步改善趋势。2010年前三季度,中国电解铝产量完量1200.60万吨,同比增长32.50%;同时,2009年第四季度以来,上海期货交易所期铝主力合约价格一直运行在15000~17000元/吨的区间内,较2008年第四季度至2009年上半年的期间内价格,有显著上涨。受此影响,中国电解铝企业的毛利率水平恢复到正常状况,盈利状况显著改善;WIND资讯的数据显示,铝行业上市公司的营业收入较上年同期增长约80%,销售毛利率为上年同期的1.82倍,利润总额实现约40亿元,上年同期则为亏损27亿元。总体上,中国铝行业已走出了国际金融危机爆发时行业几乎全面亏损的困境。

短期内,全球经济走势的反复,中国电解铝产能的过剩,煤炭价格对电力价格的传导,以及节能减排对高耗能产业的影响等因素,将压制电解铝价格上行的空间。但另一方面,中国经济已基本企稳,家电、汽车等行业庞大的消费规模仍对铝行业形成支撑作用;同时,中国在三年内不再核准新建、扩建电解铝项目的政策也有利于现存铝企业的发展。

总体上,预计未来一年内铝行业运行仍有

望保持稳定状态,产业链较为完善、规模较大、技术指标较为领先的企业将可能继续保持较好的竞争力。

2. 公司经营

2009年,公司收入规模再次突破百亿,即2008年后第二次入选中国企业500强名单,排名第403位,较上年提高70位,全年共实现营业收入170.75亿元,其中主营业务收入(含证券板块)168.69亿元,同比增幅接近30%。2009年,公司传统的铝业、电力、证券的主营板块业务均实现较快发展,收入保持增长,其中电力板块增幅最大,同期公司新增了焦炭业务收入,也在一定程度上带动了整体收入水平的增长。

表1 公司主营业务收入构成

板块	主营业务收入(亿元)		毛利率(%)	
	2008年	2009年	2008年	2009年
铝业	61.84	66.99	9.07	4.98
电力	29.38	39.85	0.40	18.29
煤炭	8.83	9.18	-40.19	10.30
化肥	12.51	16.00	14.16	-1.90
焦炭		8.32		19.08
手续费及佣金	13.03	18.64	94.20	95.71
其他	4.44	8.37	-0.29	7.77
合计	130.02	168.69	12.47	18.73

资料来源:公司2009年审计报告

公司现有的控股电厂主要以火电为主,2009年受益于电煤价格回落以及下半年以来的电力需求的较快回升,公司主营的发电业务盈利状况有明显改善,毛利率由上年的0.40%回升至18.29%,也是带动公司综合毛利率回升的主要因素。2009年公司铝业及化肥板块产销规模均有所增长,但毛利率均有所下滑,其中铝业板块主要是由于上半年国内铝价低迷、产能过剩所致,化肥板块主要是受实行特别关税政策后国内产能严重过剩。同期内,公司新增的焦炭及原有的煤炭业务保持了适当的利润率空间,毛利率分别为10.30%和19.08%,其中煤炭业务毛利明显高于上年。2009年,公司证券业

务实现了较快发展，并继续保持了很高的毛利空间，是公司主要的利润来源之一。

2010年1~9月，公司电力、证券、煤炭等板块仍保持较好的经营状况，而铝业及化肥板块经营状况也有不同程度改善，整体的经营业绩呈向好趋势，营业利润率进一步回升至20.14%，前三季度共实现营业收入161.97亿元，为上年全年的94.86%，实现利润总额13.69亿元，与上年全年基本持平。

电力生产是公司的主导产业之一，跟踪期内公司在电源项目方面仍保持了较大的投入，装机容量进一步增长，截至2010年9月公司已投产的权益装机容量接近600万千瓦，占广西电网统调装机容量的比重超过30%，在建电源项目权益装机约为300万千瓦，目前是广西电网内最大的电力企业。公司已投产装机容量中，水电占比接近60%，但多为参股企业，经营收益主要通过投资收益反映，2009年公司参股的岩滩、天生桥、乐滩等水电项目均保持了较好的经营状况，公司按权益法核算的投资收益合计5.80亿元，绝对大多数来自参股水电项目。公司现阶段可控装机主要为火电，核心运营主体为公司持股98.43%的广西方元电力股份有限公司（简称“方元电力”），跟踪期内其下属的5.7×8万千瓦桥巩水电站8台机组全部建成投产，方元电力装机规模进一步增长，截至2010年9月底，已投产装机容量为274.6万千瓦。2009年，得益于电煤价格水平的回落，以及电力需求的回升，方元电力所属火电企业燃料成本大幅下降，盈利状况得到改善，也带动了公司火电板块整体营运状况的回升。

跟踪期内，公司铝业板块经营规模进一步扩张，多个在建项目建成投产，截至2010年9月底，公司形成了年产160万吨氧化铝、45万吨电解铝、20万吨铝材深加工规模的生产能力，铝业综合产能占广西全省40%以上。2009年，在新增产能的带动下公司铝业板块收入规模实现增长，但上半年由于下游需求低迷，部分生产线处于停产状态，全年铝业板块平均开工率

不足80%。在开工不足及产品价格低迷等因素作用下，公司铝业板块毛利率较上年下降了约4个百分点，板块盈利能力受到较大影响。2010年以来随着铝行业运营状况的改善，铝业板块盈利能力有所回升。近年，在铝业板块经营规模扩张的过程中，公司注重产业链延伸，加大了对上下游产业的投资力度，已初步形成了“氧化铝-电解铝-铝材加工”的产业链，跟踪期内，公司获得了德保铝土矿详查勘探项目、靖西三合县铝土矿详查勘探项目，两个项目预计可探获的铝土矿储量约为5000万吨。公司自有电源充足，近年来为提高产业协同效应，公司积极探索“铝电联营”模式，跟踪期内公司桥巩水电站直供来宾铝业25万吨电解铝项目方案已经获得当地政府的原则性同意，未来将进入实质性推进阶段。

其他板块中，证券业务收入主要来自控股子公司国海证券有限责任公司（以下简称“国海证券”，公司持股比例为35%）的证券经纪业务收入。目前证券业务在公司收入构成中占比约为10%，但凭借可观且稳定的利润率成为近两年公司主要的利润来源。公司的化工板块主要由下属的广西鹿寨化肥有限责任公司经营，该公司是目前国内五大磷肥生产企业之一，具有年产24万吨磷铵肥的生产规模，在区域市场中具有较强的规模优势，但跟踪期内，由于国家对化肥出口实行特别关税政策，国内市场出现严重的供大于求压力，导致产品价格低迷，公司化肥板块盈利状况受到显著影响，出现经营亏损。

跟踪期内，公司在建项目有序推进，公司重大的投资在建项目主要包括：公司（持股比例为39%）与中国广东核电集团有限公司合作建设的广西防城港6×100万千瓦核电项目，其中一期2×100万千瓦压水堆核电机组投资235亿元，已于2009年初启动；来宾银海铝型材加工项目，项目计划建成年产5万吨挤压工业铝材生产线，总投资5亿元；其他还包括在广西崇左铝土矿勘探项目和越南铝土矿项目等。

总体看，跟踪期内公司主营的电力和铝业板块经营规模持续扩张，在区域市场的规模优势得到巩固，同时得益于宏观经济景气度的改善，综合毛利率水平有明显回升，但各子板块间出现分化。电力板块受益于煤价回落及用电需求回升，盈利能力逐步恢复；铝业及化肥板块在行业内供给过剩压力作用下整体盈利水平出现下滑；证券业务收入稳步增长，并保持了很高的毛利水平，仍是公司主要的利润来源。

未来，随着铝电联营战略的逐步实施，公司在铝业产业链方面的优势有望逐步显现，板块的盈利能力及稳定性有望改善；电力板块由于控股机组火电占比高，未来盈利状况很大程度上仍将受到电煤价格水平的影响；证券业务有望实现稳步增长，并保持稳定的利润空间，同时将成为平滑公司整体盈利状况的波动的重要因素。

3. 管理变动情况

跟踪期内，公司在治理结构和高管人员设置方面无重大变化。

三、财务分析

公司提供的 2009 年财务报表已由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 2009 年审计报告采用新会计准则编制，2009 年公司因新设子公司等原因增加合并单位 3 家，因资产划转减少合并单位 1 家，相关公司资产规模不大，合并范围变化对公司财务数据影响较小。公司 2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 524.06 亿元，所有者权益 130.00 亿元，其中少数股东权益 40.26 亿元；2009 年公司实现营业收入 170.75 亿元，利润总额 13.76 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 528.09 亿元，股东权益 139.30 亿元，其中少数股东权益 48.09 亿元；2010 年 1~9 月公司实

现营业收入 161.97 亿元，利润总额 13.69 亿元。

1. 盈利能力

2009 年，在铝业、电力及证券业务的带动下，公司营业收入增长 28.28%，当年实现营业收入（营业总收入）170.75 亿元。2009 年，公司收入构成有所变化，铝业和发电业务仍是其主要的收入来源，2009 年的收入占比分别为 40.03% 和 23.81%，其中铝业业务收入占比有所下降，发电业务受益于下游用电需求回升及装机容量增长占比较上年小幅上升；随着在建项目投产，2009 年公司主营业务中新增焦炭业务收入，当年实现营业收入 8.32 亿元，收入占比为 4.97%；2009 年，公司化肥及证券业务板块分别实现营业收入 16.00 亿元和 18.64 亿元，其中证券业务收入占比有所上升，化肥业务收入占比基本保持稳定。

2009 年，公司综合利润率水平较上年有明显回升，营业利润率由上年的 13.94% 回升至 18.22%，但各板块间出现较明显的分化。2009 年，受益于燃料价格回落及下游电力需求回升，公司电力板块毛利率回升了约 18 个百分点，是带动公司综合毛利率水平回升的主要因素；而铝业和化肥等板块受行业供给过剩压力影响，毛利率水平较上年均有不同程度回落，其中化肥板块出现了经营亏损；2009 年，公司煤炭及焦炭业务均保持了较好的发展状况，对公司利润均有一定贡献；同期内，公司证券业务仍保持了很强的盈利能力，毛利率 95.71%，是公司主要的利润来源。

2009 年，公司期间费用占比由上年的 20.40% 下降为 18.06%，当年共发生期间费用 30.84 亿元，其中财务费用 11.97 亿元，较上年增长 16.43%。2009 年，公司实现投资收益 14.13 亿元，较上年增长 13.89%，其中变现可供出售金融资产实现投资收益 6.02 亿元，长期股权投资收益 6.16 亿元，该部分收益主要来自经营状况相对稳定的参股水电项目。较大的规模的投资收益对公司利润总额形成了一定补充，2009

年公司实现利润总额 13.76 亿元和净利润 9.87 亿元，同比增幅分别达到 70.78%和 97.89%。2009 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.82%和 7.60%，较上年均有明显回升。

2010 年 1~9 月，公司电力、证券、煤炭等板块仍保持较好的经营状况，而铝业及化肥板块经营状况也有不同程度改善，整体的经营业绩呈向好趋势，营业利润率进一步回升至 20.14%，前三季度共实现营业收入 161.97 亿元，为上年全年的 94.86%，实现利润总额 13.69 亿元，与上年全年基本持平。

总体看，跟踪期内铝业、电力、证券等业务板块的发展有效带动了公司收入规模的提升，且综合利润率空间有明显改善，未来随着铝业及化肥等业务经营压力的逐步缓解，公司整体的盈利水平有望持续回升，同时多元化业务格局的巩固也会进一步提高公司整体的抗风险能力。

2. 现金流及保障

2009 年在收入规模扩张的带动下，公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长 27.91%，合计 180.35 亿元，当年现金收入比为 105.62%，较上年基本保持一致。2009 年公司经营活动产生的现金流入为 250.87 亿元，其中收到其他与经营活动有关现金合计 70.39 亿元，主要来自证券业务客户存款以及佣金收入。2009 年受益主营业务盈利状况的改善，公司经营活动获现能力有明显改善，当年经营现金净流入量为 62.30 亿元，较上年大幅增长。

2009 年，公司投资活动现金流入量为 19.85 亿元，较上年小幅增长，主要来自收回投资及取得投资收益的现金。2009 年公司项目建设及对外投资仍有较大规模的资金需求，投资活动现金流出及净流出量分别为 48.00 亿元和 28.15 亿元，较上年均有小幅回落。

2009 年，公司经营性现金净流入规模较大，但部分来自证券业务，资金用途受限，因此公司项目投资的资金需求仍主要依赖外部融资解

决，筹资活动产生的现金净流入为 36.68 亿元，较上年基本持平。

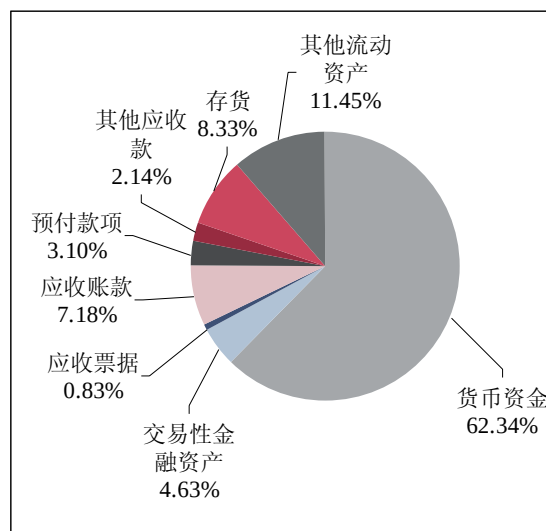
2010 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 181.88 亿元，超过上年全年水平，收入实现质量有所改善，现金收入比为 112.29%，购买商品、接受劳务支付的现金为 125.06 亿元；同期内，公司经营活动现金净流入量为 5.10 亿元，相比上年全年水平大幅减少，主要是受证券业务现金净流出增加的影响。2010 年 1~9 月，公司投资活动现金净流出为 22.08 亿元，投资活动仍保持较大规模的现金需求；同期内，公司债务规模有所下降，筹资活动现金流净额表现为净流出，合计 13.42 亿元。

总体看，公司经营现金流规模较大，跟踪期内盈利状况的改善使公司经营活动获现能力有所恢复，但现阶段公司经营现金净流量易受证券业务波动影响，且由于在建项目多，资金需求规模大，未来仍存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

截至 2009 年底，公司资产合计 524.06 亿元，较上年末增长 14.83%，其中非流动资产增幅相对较缓，在资产构成中占比也出现小幅下降，截至 2009 年底公司资产构成中流动资产和非流动资产占比分别为 42.45%和 57.55%。

图2 截至2009年底公司流动资产构成



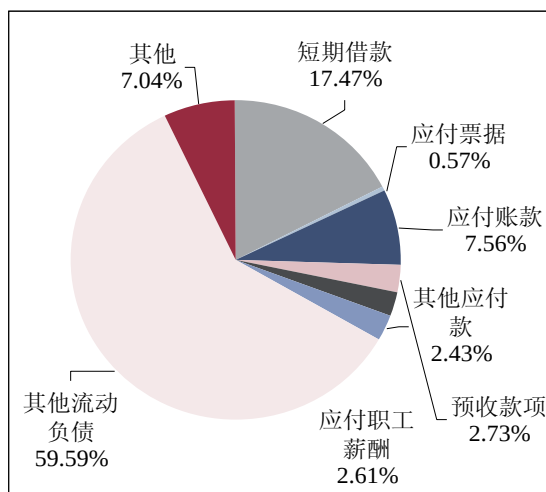
资料来源：公司审计报告

截至 2009 年底，公司流动资产合计 222.44 亿元，较上年末增长 25.95%，增长主要来自证券经济业务带动的货币资金的增长，应收账款、存货及其他应收款科目保持稳定。截至 2009 年底，公司流动资产以货币资金、应收款项、存货、交易性金融资产和其他流动资产为主（见图 2），其中存货主要为下属电厂的库存电煤和化肥、铝业板块的库存原料和产品；其他流动资产主要为下属国海证券的买入返售证券款项。

截至 2009 年底，公司非流动资产合计 301.62 亿元，较上年增长 7.82%，主要来自固定资产和长期股权投资。公司现阶段经营的电力、铝业等业务均有突出的资本密集型特征，由此也导致公司非流动资产主要集中于固定资产，截至 2009 年底的占比为 67.23%，合计 202.79 亿元，较上年有明显增长，主要来自在建工程转固；作为投资控股类企业，公司非流动资产中长期股权投资也占有较高比重，截至 2009 年为 20.70%，合计 62.44 亿元，较上年末增长 17.89%。2009 年，公司非流动资产其他科目中，除因投资部分权益工具导致可供出售金融资产有一定增长外，其他科目变化不大。

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 130.00 亿元，较上年末增长 7.96%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长，其他构成变动不大。

图2 截至2009年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2009 年，公司负债总额同比增长 17.30%，负债结构有较大变化，受短期借款大幅减少的影响，流动负债较上年减少 16.64%，截至年末合计 171.83 亿元，主要以短期借款、应付账款、和其他流动负债为主，其中其他流动负债占有绝对比重，2009 年底为 59.59%，主要为证券业务板块的代理买卖证券款项和代理承销证券款项（见图 3）。

2009 年公司调整债务结构，使用长期借款及应付债券置换了短期借款，长期借款和应付债券规模大幅增长，截至 2009 年底分别为 194.91 亿元和 20.08 亿元，同比增幅分别为 74.36%和 100.37%，占非流动负债比重分别为 87.71%和 9.04%。2009 年，公司债务规模同比增长 20.73%，截至年末合计 254.48 亿元，其中长期债务为 214.99 亿元，短期债务为 39.49 亿元，债务结构有明显改善。2009 年，由于债务规模保持了较快增长，公司整体的负债水平及债务负担进一步上升，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.19%和 66.19%，较上年均上升了约 3 个百分点。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额合计 528.09 亿元，较上年末增长 0.77%，资产构成中流动资产及非流动资产占比也基本保持稳定，流动资产中交易性金融资产显著增加，其他流动资产大幅减少，主要是三季度财务快报中将审计报告中归类为其他流动资产的买入返售证券纳入交易性金融资产核算。截至 2010 年 9 月底，公司权益规模合计 139.30 亿元，较上年末增长 7.15%，主要来自当期累计的留存收益。截至 2010 年 9 月底，公司负债合计 388.80 亿元，较上年末小幅减少，负债结构有所变化，受新发行 20 亿元中期票据影响，非流动负债占比小幅上升；截至 2010 年 9 月，公司全部债务合计 249.81 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.20%和 73.62%，较上年末小幅下降。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持较快扩张，负债水平小幅上升，债务结构进一步优

化，但目前债务负担较重。

AAA 的信用等级。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2009 年底，公司流动比率和速动比率分别为 129.45% 和 118.67%，截至 2010 年 9 月底，由于短期借款规模减少，分别上升至 152.49% 和 139.71%。2009 年，公司经营现金流流动负债比为 36.26%，但公司经营活动获现能力波动较大，对流动负债保障能力一般。公司现有流动资产中用途受限的买入返售证券及经纪业务产生的代理买入证券资金占比较大，实际的流动性弱于相关指标所反映，但流动负债中短期借款规模小，而且占比很高的代理买卖证券款项短期偿还压力不大，公司整体短期支付压力小，短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2009 年受益于盈利状况回升，公司 EBITDA 较上年增长 33.70%，合计 40.74 亿元，但由于当期利息支出和全部债务基本保持同步增长，公司长期偿债指标较上年基本保持稳定，EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 保护倍数分别 3.25 倍和 6.25 倍。公司现有债务结构较为合理，短期集中偿还压力不大，长期偿债能力较强。

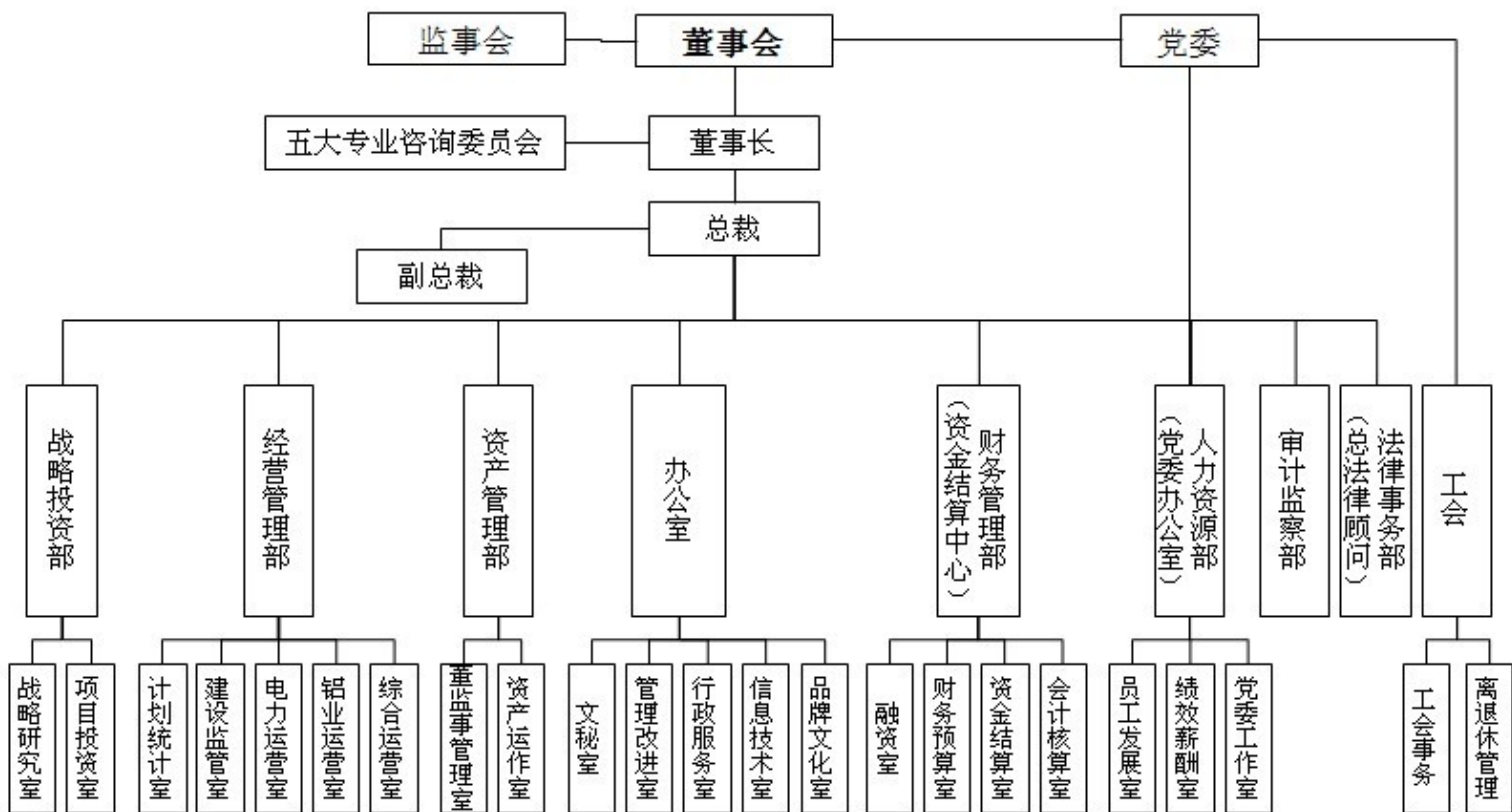
公司于 2005 年 12 月发行企业债券 10 亿元（以下简称“本期债券”或“05 桂投债”），用于龙滩水电站一期项目建设，截至 2010 年 9 月底，该项目 7 台机组均已投产发电。

2009 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为 40.74 亿元、250.87 亿元和 62.30 亿元，分别为本期债券额度的 4.07 倍、25.09 倍和 6.23 倍，EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券的保障能力较强。

公司发行的“05 桂投债”由中国农业银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，中国农业银行主体信用等级为 AAApi，具备稳定很强的担保实力，对“05 桂投债”信用水平提升作用显著。

综合考虑，联合资信维持公司“05 桂投债”

附件 1 截至 2009 年底公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：				
货币资金	825900.86	1386567.41	67.89	1211824.48
交易性金融资产	36667.18	103036.38	181.00	466004.72
应收票据	12524.20	18377.50	46.74	22286.03
应收账款	135711.21	159765.74	17.72	157984.75
预付款项	113096.24	68847.99	-39.12	103993.39
应收利息	393.98	218.99	-44.42	514.71
应收股利				
其他应收款	49042.34	47605.22	-2.93	40658.73
存货	180505.04	185255.07	2.63	183396.04
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	412252.93	254691.34	-38.22	1654.03
流动资产合计	1766093.98	2224365.65	25.95	2188316.90
非流动资产：				
可供出售金融资产	88505.79	133005.85	50.28	97334.75
持有至到期投资	6743.57	2000.00	-70.34	16000.00
长期应收款	3110.46	3410.46	9.64	3304.46
长期股权投资	529592.32	624352.85	17.89	709059.49
投资性房地产	12655.10	16779.28	32.59	16748.64
固定资产	1620946.57	2027905.22	25.11	1975872.12
在建工程	356222.48	72987.66	-79.51	129278.34
工程物资	66135.18	3714.02	-94.38	1054.96
固定资产清理	82.49	16.34	-80.19	176.32
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	84376.11	97962.68	16.10	113966.30
开发支出				
商誉	6558.65	7411.95	13.01	7411.95
合并价差				
长期待摊费用	4915.53	4853.65	-1.26	4287.60
递延所得税资产	16602.22	20110.36	21.13	17481.08
其他非流动资产	1039.65	1686.80	62.25	596.63
非流动资产合计	2797486.12	3016197.12	7.82	3092572.64
资产总计	4563580.10	5240562.77	14.83	5280889.54

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：				
短期借款	813825.00	300139.39	-63.12	124000.00
交易性金融负债				
应付票据	30506.65	9716.47	-68.15	4150.00
应付账款	133703.84	129919.77	-2.83	158028.87
预收账款	19017.63	46866.65	146.44	47792.48
应付职工薪酬	28210.58	44808.69	58.84	34947.28
应交税费	15651.58	26567.68	69.74	11945.27
应付利息	12099.99	9422.20	-22.13	10551.42
应付股利	440.55		-100.00	440.55
其他应付款	43661.38	41796.58	-4.27	46256.46
预计负债				
一年内到期的非流动负债	45455.00	85050.00	87.11	
其他流动负债	918695.20	1024021.99	11.46	996926.49
流动负债合计	2061267.40	1718309.42	-16.64	1435038.82
非流动负债：				
长期借款	1117811.32	1949053.50	74.36	1977853.29
应付债券	100216.58	200805.62	100.37	392075.12
长期应付款	43688.15	43568.34	-0.27	43888.34
专项应付款	2601.00	36.00	-98.62	669.00
预计负债	4346.74	4346.74		4346.74
递延收益				
递延所得税负债	29448.83	22063.14	-25.08	22837.82
其他非流动负债		2352.86		11217.32
非流动负债合计	1298112.61	2222226.20	71.19	2452887.63
负债合计	3359380.01	3940535.62	17.30	3887926.46
所有者权益：				
实收资本（或股本）	470438.12	470438.12		470438.12
资本公积	179746.57	186942.20	4.00	151635.53
减：库存股				
盈余公积	37900.79	45222.94	19.32	45222.94
未分配利润	164945.00	194999.41	18.22	244890.27
外币报表折算差额	-144.27	-145.97	1.17	-145.97
归属于母公司所有者权益合计	852886.20	897456.71	5.23	912040.90
少数股东权益	351313.88	402570.44	14.59	480922.18
所有者权益合计	1204200.09	1300027.15	7.96	1392963.08
负债和所有者权益总计	4563580.10	5240562.77	14.83	5280889.54

附件 3 合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	1331081.82	1707516.13	28.28	1619679.11
减：营业成本	1127888.67	1371827.50	21.63	1274425.11
营业税金及附加	17579.86	24523.48	39.50	19005.17
营业费用	104431.24	113605.51	8.78	83329.22
管理费用	64322.99	75093.19	16.74	62357.93
财务费用	102843.56	119740.78	16.43	98706.07
资产减值损失	-25284.13	16189.19	-164.03	
加：公允价值变动收益	-1616.11	3244.83	-300.78	3495.95
投资收益	124070.02	141304.34	13.89	39250.61
其中：对合营企业投资收益				
汇兑收益		-1.21		
二、营业利润	61753.54	131084.42	112.27	124602.17
加：营业外收入	24678.84	11456.08	-53.58	13675.55
减：营业外支出	5848.82	4919.42	-15.89	1339.15
其中：非流动资产处置损失		2123.62		227.05
三、利润总额	80583.56	137621.08	70.78	136938.57
减：所得税费用	30666.94	38841.37	26.66	23315.44
四、净利润	49916.62	98779.72	97.89	113623.13
其中：归属于母公司的净利润	35897.01	49663.42	38.35	52361.30
少数股东损益	14019.61	49116.29	250.34	61261.83

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 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	1410007.89	1803535.42	27.91	1818756.97
收到的税费返还	1451.41	1264.89	-12.85	1460.27
收到其他与经营活动有关的现金	366712.26	703946.82	91.96	161559.52
经营活动现金流入小计	1778171.57	2508747.13	41.09	1981776.76
购买商品、接受劳务支付的现金	1212896.81	1441438.40	18.84	1250556.89
支付给职工以及为职工支付的现金	98018.85	119489.94	21.91	108020.60
支付的各项税费	88577.02	139924.52	57.97	140783.04
支付其他与经营活动有关的现金	630433.49	184903.03	-70.67	431386.81
经营活动现金流出小计	2029926.18	1885755.89	-7.10	1930747.34
经营活动产生的现金流量净额	-251754.61	622991.24	-347.46	51029.42
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	51433.45	113245.74	120.18	200484.78
取得投资收益收到的现金	98655.09	50905.08	-48.40	28040.51
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	543.69	175.56	-67.71	1849.80
处置子公司及其他单位收到的现金净额	-558.75	85.35	-115.27	
收到其他与投资活动有关的现金	7114.71	34041.39	378.46	3426.10
投资活动现金流入小计	157188.19	198453.11	26.25	233801.20
购建固定资产、无形资产等支付的现金	355846.41	260886.24	-26.69	135257.63
投资支付的现金	88457.34	211402.52	138.99	316042.06
取得子公司等支付的现金净额	15232.67	693.24	-95.45	
支付其他与投资活动有关的现金	24545.40	6998.03	-71.49	3289.01
投资活动现金流出小计	484081.81	479980.02	-0.85	454588.71
投资活动产生的现金流量净额	-326893.63	-281526.91	-13.88	-220787.51
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	13238.12	7027.99	-46.91	20642.35
取得借款收到的现金	1403919.94	1521496.38	8.37	373168.80
发行债券收到的现金				693.97
收到其他与筹资活动有关的现金	42472.85	221.50	-99.48	
筹资活动现金流入小计	1459630.91	1528745.88	4.74	394505.12
偿还债务支付的现金	882780.71	1023985.33	16.00	430309.65
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	159939.26	135181.72	-15.48	96593.88
支付其他与筹资活动有关的现金	41195.30	2797.71	-93.21	1764.54
筹资活动现金流出小计	1083915.27	1161964.75	7.20	528668.07
筹资活动产生的现金流量净额	375715.64	366781.13	-2.38	-134162.95
四、汇率变动对现金的影响	-302.35	-10.03	-96.68	-22.31
五、现金及现金等价物净增加额	-203234.95	708235.43	-448.48	-303943.36
加: 期初现金及现金等价物余额	1029135.80	831834.66	-19.17	1538461.76
六、期末现金及现金等价物余额	825900.86	1540070.09	86.47	1234518.40

附件 4-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	49916.62	98779.72	97.89
加: 资产减值准备	-25284.13	16189.19	-164.03
固定资产折旧及其他	123376.63	139356.50	12.95
无形资产摊销	3390.55	3643.89	7.47
长期待摊费用摊销	3028.70	1601.36	-47.13
处置固定资产、无形资产等损失	529.04	2053.68	288.19
固定资产报废损失	73.33		-100.00
公允价值变动损失	1616.11	-3244.83	-300.78
财务费用	94057.59	119740.78	27.31
投资损失	-124070.02	-141304.34	13.89
递延所得税资产减少	4953.26	-3310.88	-166.84
递延所得税负债增加	-167501.00	3788.35	-102.26
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-94378.62	-2385.52	-97.47
经营性应收项目的减少	-80028.71	336522.29	-520.50
经营性应付项目的增加	-41433.96	51561.04	-224.44
其他			
经营活动产生的现金流量净额	-251754.61	622991.24	-347.46
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	825900.86	1540070.09	86.47
减: 现金的期初余额	1029135.80	831834.66	-19.17
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-203234.95	708235.43	-448.48

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	10.04	10.46	--
存货周转次数(次)	8.46	7.50	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.35	--
盈利能力			
营业利润率(%)	13.94	18.22	20.14
总资本收益率(%)	4.36	5.82	--
净资产收益率(%)	4.15	7.60	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	50.29	62.32	62.98
全部债务资本化比率(%)	63.64	66.19	64.20
资产负债率(%)	73.61	75.19	73.62
偿债能力			
流动比率(%)	85.68	129.45	152.49
速动比率(%)	76.92	118.67	139.71
经营现金流动负债比(%)	-12.21	36.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	3.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	6.25	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.27	0.13	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.13	2.73	--

2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×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	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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务