

跟踪评级公告

联合[2011] 1116 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。



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：2011 年 12 月 29 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
现金类资产(亿元)	150.80	118.12	139.15
资产总额(亿元)	524.06	520.12	534.94
所有者权益(亿元)	130.00	140.47	146.44
短期债务(亿元)	39.49	22.09	36.55
全部债务(亿元)	254.48	244.42	267.21
营业收入(亿元)	170.75	222.19	230.34
利润总额(亿元)	13.76	15.62	9.44
EBITDA(亿元)	40.74	36.96	--
经营性净现金流(亿元)	62.30	11.29	-9.77
营业利润率(%)	18.22	19.01	11.90
净资产收益率(%)	7.60	8.96	--
资产负债率(%)	75.19	72.99	72.62
全部债务资本化比率(%)	66.19	63.50	64.60
流动比率(%)	129.45	142.13	145.76
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	5.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.25	3.52	--
经营现金流负债比(%)	36.26	7.60	--

注：2011 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

仲大伟

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，随着电力板块核电项目的启动、铝产业链的完善和大型铝加工项目的推进以及证券板块的扩大，广西投资集团有限公司（以下简称“公司”）经营规模持续扩张，收入水平和利润规模持续增长。同时，随着在建项目的增加，公司投资规模较大，并且经营现金净流量大幅下降，公司对外融资依赖程度高，公司目前债务负担仍较重。

随着电力、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上升态势。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 AAApi，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、铝业、证券等业务的带动下，公司整体的收入规模持续上升。
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。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对债项保护能力较好。

关注

1. 跟踪期内，公司经营现金净流量大幅下降且经营活动现金流入易受证券业务波动影响，同时公司投资规模较大，对外融资依赖程度高。
2. 公司整体债务负担较重。

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2010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2010年底,公司(合并)资产总额520.12亿元,所有者权益140.47亿元,其中少数股东权益51.09亿元;2010年公司实现营业收入222.19亿元,利润总额15.62亿元。

截至2011年9月底,公司(合并)资产总额534.94亿元,所有者权益146.44亿元,其中少数股东权益56.47亿元;2011年1~9月公司实现营业收入230.34亿元,利润总额9.44亿元。

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,2010年全年,国内累计全社会用电量41923亿千瓦时,

同比增长14.56%,但受节能减排等政策影响,2010年起,全社会用电需求量增幅开始回落,其中,第二产业用电量增幅最大,全年达31318亿千瓦时,同比增长15.41%,增幅提高10.72个百分点。第一产业用电量984亿千瓦时,同比增长4.68%,增幅降低2.22个百分点;第三产业4497亿千瓦时,同比增长14.02%,增幅提高1.28个百分点;城乡居民生活5125亿千瓦时,同比增长12.02%,与上年基本持平。2011年1~9月,全国全社会用电量35157亿千瓦时,同比增长11.95%,其中第一产业同比增长4.53%、第二产业同比增长12.13%、第三产业同比增长13.95%。

2010年,中国基建新增发电设备容量9127万千瓦,其中,水电1661万千瓦,火电5872万千瓦,核电174万千瓦,并网风电1399万千瓦。截至2010年底,中国发电设备容量96219万千瓦,其中,水电装机容量21340万千瓦,火电装机容量70663万千瓦,核电装机容量1082万千瓦,风电并网装机容量3107万千瓦。

2011年1~9月,全国电源工程完成投资2428亿元,其中水电635亿元,火电742亿元,核电532亿元,风电477亿元。全国电源新增生产能力(正式投产)4962万千瓦,其中水电873万千瓦,火电3295万千瓦,核电109万千瓦,风电658万千瓦。电网工程完成投资2201亿元,电网建设新增220千伏及以上变电容量12817万千瓦安、线路长度22507千米。

2011年1~9月,全国规模以上电厂发电量34540亿千瓦时,比去年同期增长12.7%。其中,水电4674亿千瓦时,同比减少0.6%;火电28532亿千瓦时,同比增长14.4%;核电650亿千瓦时,同比增长22.9%。全国主要电网统调发电量32565亿千瓦时,最高发电电力合计64911万千瓦,与去年同期相比分别增长12.06%(日均)和12.45%。

截至2011年9月底,全国6000千瓦及以上电厂发电设备容量97695万千瓦,同比增长10.2%。其中,水电19170万千瓦,同比增长7.6%;火电73391万千瓦,同比增长8.8%;核电1191万千瓦,

同比增长31.1%；风电3873万千瓦，同比增长64.9%。

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，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，2010年，全国发电设备平均利用小时为4660小时，同比增加114小时，为2004年以来发电设备利用小时持续下降后的首次回升，其中火电机组利用小时同比增加166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，2010年，水电机组平均利用小时为3429小时，同比增加101小时。

从设备利用效率看，2011年1-9月，全国发电设备累计平均利用小时为3603小时，比去年同期增长78小时。其中，水电设备平均利用小时为2388小时，比去年同期下降301小时；火电设备平均利用小时为3986小时，比去年同期增长193小时。

现阶段，电煤价格仍是影响火电盈利状况的主要因素，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，煤炭价格一直保持在高位运行，2011年8月，秦皇岛山西优混平仓价为725-735元/吨，较3月有所下降，但仍保持较高水平。由此也导致火电企业的经营压力再一次加大。截至2011年10月底，17家发布三季度业绩报告的火电企业中有11家前三季度净利润下滑，建投能源和吉电股份甚至出现亏损，火电企业的成本压力持续上升。

总体看，目前电煤价格的波动仍是影响火

电企业稳定经营的主要因素，但长期来看，由电煤价格市场化、电价管制所导致的电力企业政策性亏损不具有持续性，随国内电价体制改革的逐步推进，火电企业的盈利稳定性有望得到改善。

2010年5月12日，国家发展改革委、国家电监会、国家能源局联合下发了《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，取消对高耗能企业的用电价格优惠、坚决制止各地自行出台的优惠电价措施、加大差别电价政策实施力度、对超能耗产品实行惩罚性电价、整顿电价秩序并加强监督检查。

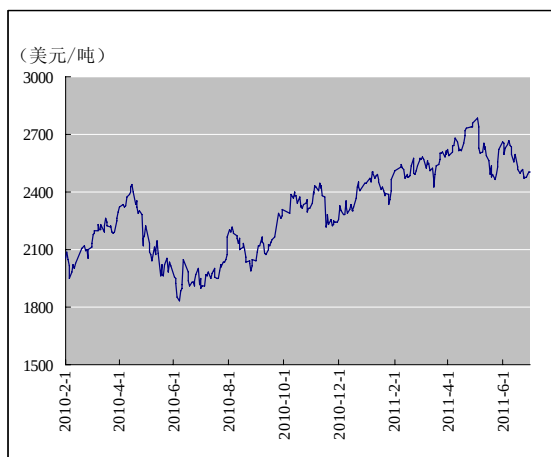
2011年4月初，国家发改委上调了全国16个省（区、市）上网电价，其中，山西涨幅最高，为2.6分/度，山东等五省上调2分/度，河南等两省上调1.5分/度，另三省上调1分/度，一个省上调0.9分/度，还有四省上调0.4至0.5分/度。总体看，16个省平均上调上网电价约1.2分/度。此次区域性上网电价的调整，一定程度上缓解了部分地区火力发电企业亏损的局面。近期，国家发改委已召集湖南、贵州、江西等省份的电价管理负责人就该地区的火电上网价格进行了讨论，上述中部地区火电上网电价有望进行上调。但部分省份上网电价调整形成的利好已经被煤价的持续高位上涨和财务费用的不断增加所消化，火电企业亏损继续扩大。

铝行业

2010年以来，受国内宏观经济形势进一步好转和国际市场逐步复苏影响，铝价呈现震荡上升态势。2010年初，铝的现货价格超过2400美元/吨，创金融危机爆发以来新高。2010年二季度以来，受欧洲主权债务危机以及全球宏观经济复苏的不确定性影响，有色金属价格产生一定波动，出现了一定幅度的回调。随后，受美元持续走弱以及通货膨胀预期影响，国内外有色金属价格持续上涨，2010年12月，现货铝价格跌落到2300美元/吨左右，然后开始持续上涨。进入2011年，铝价再创新高。2011年第一季度，铝现货价格一路上涨，达到2500元/吨左

右；第二季度，价格略有回落，价格在2400元/吨浮动。总体来看，从2010年到2011年6月，铝价呈波动上升趋势。

图1 2010年~2011年6月 铝现货价走势图



资料来源：Wind资讯

2010年中国电解铝产量完成1565万吨，较上年仅增长14.82%，增速大幅上涨，行业整体显著改善，运行逐步稳定。另一方面，房屋建筑和交通运输等领域用铝量不断增加，带动上半年国内消费增长超过10%，再加上铝材出口的上升，均加大了国内原铝市场的供需缺口。由于供应难以跟上消费增长，未来两年国内原铝市场将持续供需缺口；这将对国内铝价形成支撑，铝行业盈利能力会明显改善。

然而，受煤价上涨和电价上调等成本上升因素，以及淘汰落后产能的影响，2011年上半年国内原铝产量仅增加3.3%，增速有所放缓。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，铝市场逐渐复苏，行业运行趋于稳定。

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

2010年，公司连续第三年入选中国企业500强名单，2010年排名第343位，较上年提高60

位，其增长速度排名第91位。全年共实现营业收入203.98亿元，其中主营业务收入（含证券板块）201.30亿元，同比增幅35.36%。2010年，公司传统的铝业、电力的主营板块业务均实现较快发展，收入保持增长，其中铝业板块增幅最大，铝业板块收入占全部主营收入的50.45%。

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(%)	
	2009年	2010年	2009年	2010年
铝业	66.99	110.02	4.98	12.25
电力	39.85	42.87	18.29	20.69
煤炭	9.18	10.65	10.30	-7.04
化肥	16.00	16.99	-1.90	7.49
焦炭	8.32	9.74	19.08	11.09
手续费及佣金	18.64	16.78	95.71	95.59
其他	8.37	11.03	7.77	17.71
合计	168.69	218.09	18.73	19.23

资料来源：公司审计报告

公司现有的控股电厂主要以火电为主，2010年公司完成上网电量132亿千瓦。受煤炭价格上升影响，虽然电力需求的仍在上升，但公司主营业务的发电业务收入增速有所回落。为了节约煤炭成本，公司参股拓展煤炭业务，公司电力板块毛利率由上年的18.29%平稳上升至20.69%，2010年，公司电力板块实现收入42.87亿元，较上年增长7.58%，增速放缓。2010年公司铝业板块产销规模有大幅增长，毛利率上升较快，主要是受铝行业走出金融危机全面复苏的影响，并且公司入股碳素公司，保障了上游碳素供应，从而提升了铝业板块的毛利率。2010年公司生产氧化铝180万吨，生产原铝40万吨，实现收入110.02亿元，较上年增长64.23%，毛利率由2009年4.98%上升至12.25%，目前铝业板块已成公司主营业务的主要构成部分。化肥板块2010年实现收入16.99亿元，毛利率由上年的-1.90%上升到7.49%。2010年化肥板块毛利率有较大幅度的提升，主要是公司调整产品结构，将硫铁矿渣作为主要生产产品造成的。2010年，公司证券业务稳定发展，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年证券业务板块实现营业收入16.78亿元，毛利率为95.59%。

2011年1~9月，公司电力、证券、铝业等板块仍保持较好的经营状况，收入规模呈上升趋势。2011年1~9月共实现营业收入230.34亿元，为上年全年的112.92%，实现利润总额9.44亿元，为上年全年的60.44%。

电力生产是公司的主导产业之一，跟踪期内公司首次成功进入核电领域，拓展了能源开发领域。自治区一号工程防城港核电项目获得国家批准于2010年7月30日正式开工，目前两个河道的基础已经完成，整个土建工程已经完成30%以上。火电方面，公司响应国家产业政策，淘汰落后产能，主动关停了4台共65万千瓦火电机组，然后分别在贵州盘县和柳州鹿寨建设高效、节能、环保的66万千瓦火电机组和35万千瓦热电联产机组。水电方面，桥巩水电站克服了特大干旱对水情的影响，通过发电机组运行方式调整最大限度优化水库调整，提高水能利用效率，提前37天完成全年发电计划，并且2010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。

跟踪期内，公司进一步完善铝产业链，多个在建项目建成投产，成为广西铝工业的主力军。2010年，公司扩建氧化铝项目1个，引进铝材加工项目1个，参股铝用碳素企业1个，规划建设铝产业园区1个。目前公司氧化铝产能已从160万吨/年提高到200万吨/年，氧化铝产能占广西总产能31%。公司与广东广亚铝业合作成立的广银铝业公司，第一个项目为年产10万吨铝型材项目，目前已正式投产，该项目使公司的铝材加工能力从15万吨提高到25万吨，占广西总产能的36%。另外，公司为保证铝用碳素资源的供应，入股碳素公司，占股34%。入股碳素公司使公司掌握了领先的碳素技术占据科技制高点，并且延长了铝产业链，提升了产业竞争力。公司规划建设百色市新山生态铝产业示范园区，该园区以铝加工为切入点，围绕铝产

业打造“煤电热铝”循环经济产业链。该产业园项目总投资约100亿元，预计每年可实现销售收入200亿元。公司对外招商引资，目前，一期工程对外招商工作已全部完成，已有15家企业确定入驻。公司投资的柳州银海铝业公司30万吨宽幅铝板带项目已进行场地平整，该项目建成后，将打破国外对中国高端铝材加工设备的技术垄断。

其他板块中，证券业务板块在公司收入构成中占比约为8%，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。证券业务板块除了控股国海证券，公司现已成功进入银行、投资基金、产权交易所等新的金融服务领域。2010年公司参与发起国投创新基金，该基金投资的常州星宇车灯股份有限公司已在上海证券交易所实现首次公开发行股票。同时，公司推进国海证券上市，目前国海证券上市工作已完成向证监会主管部门补充申报材料。

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。跟踪期内，鹿寨化肥公司根据铁矿价格大幅上升的趋势，将硫铁矿渣从副产品变换为主产品进行生产，并调整操作工艺，将硫铁矿渣的含铁量提升至60%以上，从而使硫酸生产的投入产出比发生了根本的改变，全年产生效益超过3000万元。

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进一步巩固，同时得益于宏观经济的改善，综合毛利率水平有明显回升。化肥板块调整产品结构优化操作工艺，有效的提高了该板块的毛利率；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，该板块的盈利能力及稳定性有望持续；电力板块成功开发核电领域，有望减弱电煤价格对其盈利能力的影响；证券业务有望实现稳步增长，

并保持稳定的利润空间。

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 2010 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 2011 年三季度财务数据未经审计。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 520.12 亿元，所有者权益 140.47 亿元，其中少数股东权益 51.09 亿元；2010 年公司实现营业收入 222.19 亿元，利润总额 15.62 亿元。

截至 2011 年 9 月底，公司（合并）资产总额 534.94 亿元，所有者权益 146.44 亿元，其中少数股东权益 56.47 亿元；2011 年 1~9 月公司实现营业收入 230.34 亿元，利润总额 9.44 亿元。

1. 盈利能力

2010 年，在铝业、电力及化肥业务的带动下，公司营业收入较上年增长 30.12%，实现营业收入 222.19 亿元。2010 年，铝业和发电业务仍是其主要的收入来源，2010 年的收入占比分别为 49.52% 和 19.29%，其中铝业业务收入占比有所上升，发电业务较上年有小幅下降；2010 年，公司化肥及煤贸易板块分别实现营业收入 16.99 亿元和 10.65 亿元，其中化肥业务和煤贸易业务收入占比均有不同程度的下降；2009 年新增的焦炭业务在 2010 年发展稳定，实现营业收入 9.74 亿元，收入占比为 4.38%。2010 年，公司综合利润率水平较上年略有上升，营业利润率由上年的 18.22% 上升至 19.01%。

2010 年，公司期间费用占比由上年的 18.06% 下降为 16.61%，当年共发生期间费用 36.90 亿元，其中财务费用 13.52 亿元，较上年增长 12.95%。2010 年，公司实现投资收益 7.98 亿元，较上年减少 43.54%，其中长期股权投资

收益 5.63 亿元，交易性金融资产收益 2.01 亿元。较大规模的投资收益对公司利润总额形成了一定补充，2010 年公司实现利润总额 15.62 亿元和净利润 12.58 亿元，同比增幅分别达到 13.50% 和 27.36%。2010 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.27% 和 8.96%，总资本收益率有所下降，净资产收益率较上年有小幅上升。

2011 年 1~9 月，公司电力、铝业、化肥等板块仍保持较好的经营状况，2011 年前三季度实现营业收入 230.34 亿元，为上年全年的 104.67%，实现利润总额 9.44 亿元，为上年全年的 60.44%。但由于营业成本增速较快，2011 年 1~9 月营业利润率下降至 11.90%。

总体看，跟踪期内铝业、电力、化肥、证券等业务板块的发展有效带动了公司收入规模的提升，多元化业务格局也进一步提高公司整体的抗风险能力。

2. 现金流及保障

2010 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 31.56%，合计 237.28 亿元，当年现金收入比为 106.79%，较上年有小幅上升。2010 年公司经营活动产生的现金流入为 260.86 亿元，其中收到其他与经营活动有关现金合计 23.38 亿元，主要来自证券业务客户存款以及佣金收入。2010 年公司经营活动产生的现金流出为 249.57 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2010 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.29 亿元。

2010 年，公司投资活动现金流入量为 86.75 亿元，较上年增长了 337.13%，主要来自收回投资及取得投资收益的现金。2010 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 120.23 亿元和 33.48 亿元，较上年均有增加。

2010 年，公司经营性现金流入规模较大，但部分来自证券业务，资金用途受限，因此公

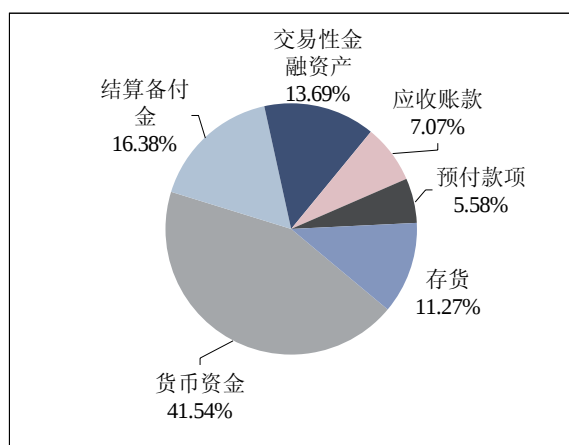
司项目投资的资金需求仍主要依赖外部融资解决，筹资活动产生的现金流入为 45.52 亿元，较上年减少 70.22%，主要是取得借款受到的现金减少，筹资活动现金流出为 66.32 亿元，主要是偿还债务支付的现金。2010 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-20.80 亿元。

2011 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 258.93 亿元，超过上年全年水平，现金收入比为 112.41%，购买商品、接受劳务支付的现金为 210.26 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为-9.77 亿元，相比上年全年水平大幅减少，主要是受购买商品、接受劳务支付的现金增加的影响。2011 年 1~9 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.48 亿元，投资活动现金需求有所减少；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入，合计 9.62 亿元。

总体看，公司经营现金流入规模较大，盈利状况的改善使公司经营活动获现能力有所恢复，但易受证券业务波动影响，同时由于在建项目多，资金需求规模较大，未来仍存在一定对外融资需求。

3. 资本及债务结构

图2 截至2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底，公司资产合计 520.12 亿元，较上年减少 0.75%，其中流动资产占比 40.60%，非流动资产占比 59.40%，非流动资产

在资产构成中占比出现小幅上升，资本结构基本稳定。

截至 2010 年底，公司流动资产合计 211.15 亿元，较上年减少了 5.07%，主要由于货币资金和买入返售金融资产减少所致。截至 2010 年底，公司流动资产以货币资金、结算备付金、交易性金融资产和存货为主，分别占比 41.54%、16.38%、13.69%和 11.27%（见图 2）。2010 年，货币资金为 87.71 亿元，较上年减少 36.74%，主要是银行存款的减少；公司结算备付金 34.58 亿元，较上年增长 73.85%；交易性金融资产为 28.91 亿元，较上年增加了 180.56%，主要是母公司及子公司国海证券有限责任公司证券投资规模增加所致；存货为 23.39 亿元，较上年增加了 28.41%，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；应收账款和应收票据占比较小，分别为 7.07%和 0.71%，较上年均有不同程度的减少。

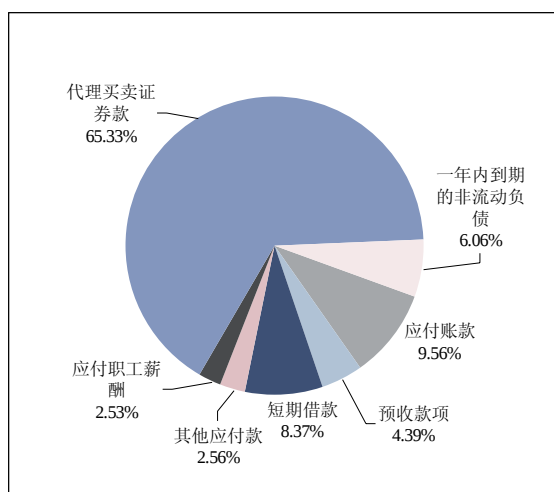
截至 2010 年底，公司非流动资产合计 308.97 亿元，较上年增长 2.44%，主要来自持有至到期投资、长期股权投资和长期应收款增加所致。公司现阶段经营的电力、铝业等业务均有突出的资本密集型特征，由此也导致公司非流动资产主要集中于固定资产，截至 2010 年底固定资产占比为 64.74%，合计 200.03 亿元，较上年有小幅减少；作为投资控股类企业，公司非流动资产中长期股权投资也占有较高比重，截至 2010 年为 21.72%，合计 67.09 亿元，较上年末增长 7.46%。

截至 2010 年底，公司所有者权益合计 140.47 亿元，较上年末增长 8.05%，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。

2010 年，公司负债总额同比减少 3.66%，其中流动负债占比 39.13%，非流动负债占比 60.87%，负债结构变化不大。截至 2010 年底流动负债合计 148.56 亿元，较 2009 年减少 13.54%，主要以代理买卖证券款、短期借款和应付账款为主，分别占比 65.33%、8.37%和

9.56%。2010 年，公司代理买卖证券款为 97.05 亿元，其中包括个人客户代理买卖证券款和法人客户的代理买卖证券款；应付账款为 14.21 亿元，较上年增加了 9.34%，其中账龄在 1 年以内的账款占比 84.24%，1~2 年占比 11.84%，账龄短；短期借款为 12.43 亿元，较上年减少了 58.59%。

图3 截至2010年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010 年公司全部债务为 244.42 亿元，较上年减少了 3.95%，其中短期债务为 22.09 亿元，长期债务为 222.33 亿元，长期债务持续增加，短期债务减少。2010 年，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 72.99%、63.50%和 61.28%，较上年均有不同程度的下降，公司债务负担略有减轻。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额合计 534.94 亿元，较上年末增长 2.85%，资产构成中流动资产及非流动资产占比也基本保持稳定。截至 2011 年 9 月底，公司权益规模合计 146.44 亿元，较上年末增长 4.25%，主要来自未分配利润和少数股东权益。截至 2011 年 9 月底，公司负债合计 388.49 亿元，较上年末增加 2.33%，结构变化不大，流动负债中短期借款增加，较 2010 年底增加了 147.63%，为 30.78 亿元；截至 2011 年 9 月，公司全部债务合计 267.21 亿元，较 2010 年底增加 9.32%，其中长期债务为 230.66 亿元，短期债务为 36.55 亿元。2011

年 1~9 月公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.62%、64.60%和 71.17%，较上年末变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产规模保持扩张，债务负担有所下降，但目前债务负担仍较重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 143.13%和 126.12%，截至 2011 年 9 月底，由于短期借款规模增加，分别上升至 145.76%和 128.50%。2010 年，公司经营现金流流动负债比为 7.60%，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，2010 年受益于盈利状况回升，公司 EBITDA 较上年增长 15.41%，合计 47.02 亿元，EBITDA 利息保护倍数和全部债务/EBITDA 保护倍数分别 3.52 倍和 5.20 倍。公司现有债务结构较为合理，短期集中偿还压力不大，整体偿债能力较强。

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 2011 年 9 月底，该项目 7 台机组均已投产发电。

2010 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为 47.02 亿元、260.86 亿元和 11.29 亿元，分别为本期债券额度的 4.70 倍、26.09 倍和 1.13 倍，EBITDA 和经营活动现金流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”
AAA 的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：				
货币资金	1386567.41	877119.94	-36.74	996114.56
结算备付金	198928.48	345835.54	73.85	0.00
交易性金融资产	103036.38	289075.48	180.56	309599.16
应收票据	18377.50	14986.96	-18.45	85763.72
应收账款	159765.74	149333.91	-6.53	160162.43
预付款项	68847.99	117774.93	71.07	185730.32
应收利息	218.99	1962.89	796.33	11631.88
应收股利		0.00	0.00	0.00
其他应收款	47605.22	60224.50	26.51	82379.56
买入返售金融资产	55619.13	17191.34	-69.09	0.00
存货	185255.07	237878.02	28.41	257969.40
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	143.73	128.61	-10.52	89789.38
流动资产合计	2224365.65	2111512.10	-5.07	2179140.41
非流动资产：			0.00	
可供出售金融资产	133005.85	104511.95	-21.42	86979.72
持有至到期投资	2000.00	5000.00	150.00	2000.00
长期应收款	3410.46	12394.00	263.41	12500.00
长期股权投资	624352.85	670926.35	7.46	772519.55
投资性房地产	16779.28	16097.74	-4.06	15679.30
固定资产	2027905.22	2000269.83	-1.36	1949081.53
在建工程	72987.66	130327.50	78.56	147986.28
工程物资	3714.02	927.46	-75.03	99.63
固定资产清理	16.34	856.63	5142.46	1774.93
生产性生物资产		0.00	0.00	0.00
油气资产		0.00	0.00	0.00
无形资产	97962.68	116149.21	18.56	128706.91
开发支出		0.00	0.00	0.00
商誉	7411.95	7413.24	0.02	24605.74
合并价差		0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	4853.65	6617.23	36.34	7286.39
递延所得税资产	20110.36	16506.38	-17.92	19754.57
其他非流动资产	1686.80	1657.97	-1.71	1245.08
非流动资产合计	3016197.12	3089655.50	2.44	3170219.64
资产总计	5240562.77	5201167.60	-0.75	5349360.05

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：				
短期借款	300139.39	124300.00	-58.59	307816.11
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	9716.47	6500.00	-33.10	22673.44
应付账款	129919.77	142051.63	9.34	172397.68
预收账款	46866.65	65215.04	39.15	83150.25
应付职工薪酬	44808.69	37527.92	-16.25	37498.93
应交税费	26567.68	4068.21	-84.69	7600.98
应付利息	9422.20	5871.76	-37.68	7826.48
应付股利	0.00	0.00	0.00	440.55
其他应付款	41796.58	38015.73	-9.05	56583.02
代理买卖证券款	1022086.54	970490.27	-5.05	0.00
一年内到期的非流动负债	85050.00	90090.00	5.93	35000.00
其他流动负债	1935.44	1489.24	-23.05	764035.00
流动负债合计	1718309.42	1485619.81	-13.54	1495022.44
非流动负债：				
长期借款	1949053.50	1836418.10	-5.78	1811698.27
应付债券	200805.62	386853.62	92.65	494945.12
长期应付款	43568.34	43888.34	0.73	54388.34
专项应付款	36.00	36.00	0.00	2036.00
预计负债	4346.74	4346.74	0.00	0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	22063.14	14903.09	-32.45	13365.95
其他非流动负债	2352.86	24379.04	936.14	13493.50
非流动负债合计	2222226.20	2310824.93	3.99	2389927.17
负债合计	3940535.62	3796444.74	-3.66	3884949.62
所有者权益：				
实收资本（或股本）	470438.12	470438.12	0.00	470438.12
资本公积	186942.20	137022.67	-26.70	101949.60
减：库存股		0.00	0.00	0.00
盈余公积	45222.94	47193.60	4.36	47193.60
未分配利润	194999.41	239278.94	22.71	280173.52
外币报表折算差额	-145.97	-80.17	-45.08	-80.17
归属于母公司所有者权益合计	897456.71	893853.15	-0.40	899674.66
少数股东权益	402570.44	510869.71	26.90	564735.77
所有者权益合计	1300027.15	1404722.86	8.05	1464410.43
负债和所有者权益总计	5240562.77	5201167.60	-0.75	5349360.05

附件 2 合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	1707516.13	2221896.64	30.12	2303373.74
减: 营业成本	1371827.50	1773137.45	29.25	2005195.92
营业税金及附加	24523.48	26481.51	7.98	23986.48
营业费用	113605.51	135178.69	18.99	91496.50
管理费用	75093.19	98639.88	31.36	72723.95
财务费用	119740.78	135211.33	12.92	108105.22
资产减值损失	16189.19	8876.30	-45.17	0.00
加: 公允价值变动收益	3244.83	2784.76	-14.18	-21644.73
投资收益	141304.34	79779.39	-43.54	62566.33
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	-1.21	-39.03	3131.08	0.00
二、营业利润	131084.42	126896.59	-3.19	42787.26
加: 营业外收入	11456.08	32171.86	180.83	52965.71
减: 营业外支出	4919.42	2864.50	-41.77	1345.14
其中: 非流动资产处置损失	2123.62	0.00	-100.00	0.00
三、利润总额	137621.08	156203.95	13.50	94407.83
减: 所得税费用	38841.37	30393.50	-21.75	21441.38
四、净利润	98779.72	125810.45	27.36	72966.46
其中: 归属于母公司的净利润	49663.42	125810.46	27.36	72966.46
少数股东损益	49116.29	46972.18	-5.42	41342.77

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	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	1803535.42	2372810.79	31.56	2589251.79
收到的税费返还	1264.89	1975.89	56.21	685.08
收到其他与经营活动有关的现金	703946.82	233810.77	-66.79	-42141.42
经营活动现金流入小计	2508747.13	2608597.45	3.98	2547795.45
购买商品、接受劳务支付的现金	1441438.40	1830481.10	26.99	2102639.72
支付给职工以及为职工支付的现金	119489.94	166406.72	39.26	120373.35
支付的各项税费	139924.52	166717.58	19.15	137547.82
支付其他与经营活动有关的现金	184903.03	332088.90	79.60	284960.26
经营活动现金流出小计	1885755.89	2495694.30	32.34	2645521.15
经营活动产生的现金流量净额	622991.24	112903.15	-81.88	-97725.70
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	113245.74	797401.16	604.13	693578.25
取得投资收益收到的现金	50905.08	51573.92	1.31	58546.48
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	175.56	4954.74	2722.24	185.43
处置子公司及其他单位收到的现金净额	85.35	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	34041.39	13567.23	-60.14	18266.20
投资活动现金流入小计	198453.11	867497.05	337.13	770576.35
购建固定资产、无形资产等支付的现金	260886.24	238121.99	-8.73	133548.29
投资支付的现金	211402.52	959642.06	353.94	752950.71
取得子公司等支付的现金净额	693.24	-1797.97	-359.36	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	6998.03	6320.21	-9.69	8878.18
投资活动现金流出小计	479980.02	1202286.29	150.49	895377.18
投资活动产生的现金流量净额	-281526.91	-334789.25	18.92	-124800.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	7027.99	26408.26	275.76	21300.00
取得借款收到的现金	1521496.38	428507.40	-71.84	454646.73
发行债券收到的现金		0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	221.50	294.42	32.92	13489.69
筹资活动现金流入小计	1528745.88	455210.08	-70.22	489436.41
偿还债务支付的现金	1023985.33	528916.36	-48.35	273130.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	135181.72	129693.06	-4.06	111434.01
支付其他与筹资活动有关的现金	2797.71	4605.20	64.61	8642.75
筹资活动现金流出小计	1161964.75	663214.62	-42.92	393207.20
筹资活动产生的现金流量净额	366781.13	-208004.54	-156.71	96229.21
四、汇率变动对现金的影响	-10.03	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	708235.43	51.62	-614.85	-66.95
加: 期初现金及现金等价物余额	831834.66	0.00	0.00	0.00
六、期末现金及现金等价物余额	1540070.09	-429839.01	-160.69	-126364.26

附件 3-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	98779.72	125810.45	27.36
加: 资产减值准备	16189.19	8876.30	-45.17
固定资产折旧及其他	139356.50	173497.38	24.50
无形资产摊销	3643.89	4453.11	22.21
长期待摊费用摊销	1601.36	2647.82	65.35
处置固定资产、无形资产等损失	2053.68	301.33	-85.33
固定资产报废损失		0.00	
公允价值变动损失	-3244.83	-2784.76	-14.18
财务费用	119740.78	133403.43	11.41
投资损失	-141304.34	-79779.39	-43.54
递延所得税资产减少	-3310.88	3747.09	-213.18
递延所得税负债增加	3788.35	-7137.02	-288.39
待摊费用减少		0.00	
预提费用增加		0.00	
存货的减少	-2385.52	-52622.95	2105.93
经营性应收项目的减少	336522.29	-145730.66	-143.30
经营性应付项目的增加	51561.04	-51778.97	-200.42
其他		0.00	
经营活动产生的现金流量净额	622991.24	112903.15	-81.88
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	1540070.09	1109304.21	-27.97
减: 现金的期初余额	831834.66	1539143.22	85.03
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	708235.43	-429839.01	-160.69

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	10.46	12.98	--
存货周转次数(次)	7.50	8.38	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.43	--
盈利能力			
营业利润率(%)	18.22	19.01	11.90
总资本收益率(%)	5.82	3.27	--
净资产收益率(%)	7.60	8.96	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	62.32	61.28	61.17
全部债务资本化比率(%)	66.19	63.50	64.60
资产负债率(%)	75.19	72.99	72.62
偿债能力			
流动比率(%)	129.45	142.13	145.76
速动比率(%)	118.67	126.12	128.50
经营现金流动负债比(%)	36.26	7.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.25	3.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.25	5.20	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.13	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.73	-1.66	--

2011 年前三季度财务数据未经审计。

附件 5 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 6 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