

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1076 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广西正润发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持其“14贺州投资CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月一日



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>

广西正润发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 贺州投资 CP001	3 亿元	2014/2/28-2015/2/28	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 1 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.91	7.15	8.18	14.31
资产总额(亿元)	56.25	84.47	97.97	101.21
所有者权益合计(亿元)	22.48	36.13	37.85	33.91
长期债务(亿元)	10.47	20.84	20.28	22.19
全部债务(亿元)	28.89	38.85	49.60	58.03
营业收入(亿元)	24.42	45.56	35.70	7.81
利润总额(亿元)	1.81	0.79	0.45	-0.09
EBITDA(亿元)	4.63	4.15	4.55	--
经营性净现金流(亿元)	4.21	2.02	1.66	-0.44
营业利润率(%)	17.35	10.88	12.35	9.41
净资产收益率(%)	6.82	1.41	0.34	--
资产负债率(%)	60.03	57.23	61.36	66.50
全部债务资本化比率(%)	56.24	51.81	56.71	63.12
流动比率(%)	65.37	100.82	75.62	78.36
全部债务/EBITDA(倍)	6.24	9.35	10.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.09	1.89	--
经营现金流/全部债务(%)	19.34	8.49	4.64	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

胡鑫 马栋
 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, 广西正润发展集团有限公司(以下简称“公司”)电力板块经营稳健、售电量增长, 但由于外购电较多, 盈利能力有所下滑; 铝电子板块产能有所恢复, 收入增长, 毛利率有所恢复, 但仍面临较为严峻的经营形势; 公司为控制经营风险, 贸易板块业务整体收缩, 也导致公司整体收入规模有所下滑; 公司及控股子公司广西桂东电力股份有限公司(以下简称“桂东电力”)2013 年财务报告被出具了带强调事项段的无保留意见审计结论, 公司部分贸易业务形成了较大规模的应收账款、预付款项和应收票据, 回收和履约风险影响了公司的资产质量, 根据上述审计报告及桂东电力于2014年5月29日最新披露的《广西桂东电力股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》(以下简称“《公告》”), 合计约4.44 亿元相关款项发生损失风险较高, 将对公司财务状况构成较大不利影响。跟踪期内, 公司债务增长较快, 债务负担上升, 整体偿债能力下滑; 公司现金类资产规模较大, 可供出售金融资产变现能力较强, 对存续期债券具有较强的偿还能力。

综合考虑, 联合资信维持广西正润发展集团有限公司AA的主体长期信用等级, 评级展望由稳定调整为负面, 并维持“14贺州投资CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司电力板块保持了对区域内发、供电业务的垄断优势, 售电量和售电收入实现增长。
2. 公司较大规模的经营活动现金流入量、现金类资产和可供出售金融资产保障了对存续期内债券较强的偿还能力。

关注

1. 公司电力板块受天气影响较大, 因天气因素导致外购电量的变化可能影响该板块盈利能力。

3. 跟踪期内，受行业景气度、下游需求及自身成本控制影响，公司铝电子相关业务仍未摆脱亏损。
4. 跟踪期内，公司参与国海证券配股事宜，可供出售金融资产规模进一步扩大，其公允价值变动对公司所有者权益有一定影响。
5. 公司贸易业务波动大，经营稳定性较差，根据公司及桂东电力 2013 年审计报告及 2014 年 5 月 29 日披露的《广西桂东电力股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》，合计约 4.44 亿元贸易业务预付账款、应收账款和应收票据发生损失风险较高，将对公司财务状况构成较大影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广西正润发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广西正润发展集团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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广西正润发展集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广西正润发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广西正润发展集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广西正润发展集团有限公司（以下简称“公司”，原名为“广西贺州投资集团有限公司”）是贺州市人民政府于2010年6月8日批准成立的国有独资有限责任公司，其前身是贺州市电业公司，创建于1974年。2014年5月，经贺州市人民政府批复同意（贺政发[2014]13号），并经贺州市工商行政管理局批准，广西贺州投资集团有限公司更名为“广西正润发展集团有限公司”，目前已完成工商登记变更。目前公司注册资本金2亿元人民币。公司定位为贺州市重大产业集聚建设平台和重大工业项目的实施主体。投资项目以工业为主，同时兼营房地产、证券等方面的业务。

公司经营范围为电力等重大基础设施投资开发，电子及电子元器件、铝产业产品投资开发，房地产、房屋出租，证券、旅游及酒店投资经营，工业园区开发建设，能源贸易等。

截至2013年底，公司合并资产总额97.97亿元，所有者权益37.85亿元。2013年公司实现营业收入35.70亿元，利润总额0.45亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额101.21亿元，所有者权益33.91亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入7.81亿元，利润总额-0.09亿元。

公司注册地址：广西贺州市电子科技园区正润大道1号。法定代表人：宋洪洲。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点

加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地

市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，

并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

行业分析

1. 跟踪期内水电行业运行情况

近年来，随着电力供需矛盾逐于缓和，电力产业在规模扩张的同时也逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发。水电由于其丰富的资源蕴藏量成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，跟踪期内国内水电装机容量保持了较快增长。世界第三大、中国第二大水电站溪洛渡水电站于2013年7月投产，世界最高拱坝的锦屏一级水电站蓄水发电、大坝封顶。2013年全年水电新增装机近3000万千瓦，总装机超过2.8亿千瓦。

2013年1~11月，全国规模以上电厂水电发电量7127亿千瓦时，同比增长3.4%，增速比上年同期降低23.3个百分点。分省来看，在水电装机较多（超过1000万千瓦）的7个省份中，仅有云南（64.3%）、四川（21.8%）和青海（0.8%）实现正增长，降幅较大的是湖南（-32.5%）、湖北（-21.8%）和贵州（-17.1%）；水电发电量最多的三个省分别为云南（160亿千瓦时）、四川（141亿千瓦时）和湖北（67亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的62.6%。同期，全国水电设备平均利用小时3095小时，比上年同期降低258小时；水电装机容量最大的7个省份同比均呈下降态势，其中四川、云南、湖南、青海、广西、湖北、贵州分别降低25小时、78小时、208小时、290小时、413小时、667小时和880小时。

行业关注方面，目前水电行业的投资回报

率大概在8%，属于较低水平。企业建设积极性不高，根据国家“十二五”规划，为实现减排承诺，2020年中国水电装机容量至少要达到4.2亿千瓦。依据水电工程建设周期4至8年的基本规律进行推算，中国“十二五”期间的开工规模应达到1.2亿千瓦。但截至目前，常规水电核准开工规模仅2684万千瓦，不足规划目标的四分之一。2013年，中国水电核准开工量成为“十二五”以来的新低，到11月底仅为482万千瓦。水电投资仍处于低速。

行业政策方面，跟踪期内，为支持水电投资，国家财政部和国家税务总局于2014年3月发布《关于大型水电企业增值税政策的通知》（以下简称《通知》），给予大型水电企业增值税优惠政策。《通知》显示，财政部针对水电行业实施的增值税返还政策为：装机容量超过100万千瓦的水力发电站（含抽水蓄能电站）销售自产电力产品，自2013年1月1日至2015年12月31日，对其增值税实际税负超过8%的部分实行即征即退政策；自2016年1月1日至2017年12月31日，对其增值税实际税负超过12%的部分实行即征即退政策。一直以来，水电因为开发成本高，盈利水平相对较低，企业投建热情较低。相关增值税政策的出台，有利于提升现有大型水电站盈利预期，促进未来大型水电站的建设投资。

总体看，中国水电行业装机容量稳步增长。目前国家大力发展可再生能源，现有水电投资水平仍与“十二五规划”有一定差距，伴随相关政策的推出，以及国家发展再生能源的总体战略，水电行业具有较大发展空间。

2. 铝电解电容器与电极箔行业

铝电子行业已形成了“高纯铝-铝光箔-电极箔-铝电解电容器-电子整机”的产业链形式。公司目前的产品电极箔和铝电解电容器属于产业链的中上游。

铝电解电容器

电极箔主要用于铝电解电容器的生产。铝质电容器是电子整机的关键电子元件，具有体

积小，电容量大及成本低特性。铝电解电容器产量占全部电容器产量的 45%，主要用于电脑、彩电、空调、照相机、节能灯等家用电器。目前，中国铝电解电容器行业集中度低，在中国电子元件行业协会、电容器峰会登记的会员单位有两百多家之多，湖南岳阳、浙江长兴、江苏南通等地区还集中着上百家非会员单位。

目前，铝电解电容器可大致划分为高、中、低三档，高端铝电解电容器普遍具有低阻抗、耐高温、耐大纹波电流、寿命长等特点。在应用范畴上，首要集中于新能源、变频器、开关电源和汽车电子等工业，中低端商品首要应用在消费电子市场。日本和台湾厂商在高端铝电解电容器范畴占有首要位置，例如高分子固态铝电解电容器。国内知名的一些厂商，如江海股份、艾华集团、德普科技、东阳光铝等公司主推商品主要集中在消耗类电子和 IT 工业配套的中低端范畴。

2012 年以来，受欧债危机及全球新兴市场需求不景气，美国经济的不确定性，国内经济增长放缓等影响，铝电解电容器产业的发展受到一定的制约。于此同时，受家电下乡、节能补贴政策的结束、房地产市场增速放缓等影响，2012 年行业上游产品家用洗衣机、家用电冰箱、家用空调产量同比增速分别仅为 1.4%、-3.1%、4.9%；而其 2011 年的同比增速分别为 11.5%、20.3%、24.6%。2013 年 1-12 月，上述三项产品分别增长 8.2%、10.6%和 11.6%。市场需求有所恢复，但也不能排除 2012 年的低基数效应。

从长期需求来看，国内新能源、新兴产业的崛起为未来中国高技术、新品种的铝电解电容器提供了巨大的发展空间和良好的市场前景。随着国内铝电解电容器厂商技术的不断进步，其产品与国外产品的性能差距也正在逐步缩小，近年来铝电解电容器产业逐渐向中国内地集中，国内市场有向中高端市场发展的态势，可能会使得中国对高端产品的进口力度有所减弱，贸易逆差逐渐缩小。

目前行业发展机遇包括：（1）电容器国产化是重要趋势，从中长期来看，研发能力强的企业有望利用技术和成本优势摆脱低端产品的竞争；（2）由于能耗指标的要求，空调器、洗衣机、电冰箱等家用电器都将向变频技术发展，扩大了铝电解电容器的应用范围 and 市场需求。

目前，行业发展的不确定因素包括：（1）汇率风险：日元、美元等世界主要货币的波动，导致更多的竞争及汇率风险（2）持续的技术创新和降低成本可能导致的产品质量波动的风险（3）传统电容器领域需求面临宏观经济波动影响以及较为激烈的市场竞争。

电极箔

中国电极箔（含上游产品电子铝箔）生产企业主要有东阳光铝、江海股份、南通海星电子有限公司、南通南辉电子材料有限公司、新疆众和以及桂东电力等企业。上述企业主要生产、高压电极箔，主要销往国内或以自用为主。

2011 年之前，由于铝电解电容器用铝箔材料市场需求旺盛，盈利水平较高，业内许多企业纷纷扩产，部分业外企业也进入该行业，导致行业竞争加剧，中国电极箔企业 2012 年平均开机率在 50%左右。2013 年，市场竞争激烈，行业继续保持低迷态势。主要厂商采取了降价去库存政策。同时，由于跟踪期内主要原材料铝价格下跌，也降低了产品价格，导致企业盈利空间收窄。

随着竞争的加剧，行业增长或面临难以消化集中释放的新增产能这一问题，资源将进一步向优势企业（技术、成本、规模）集中。

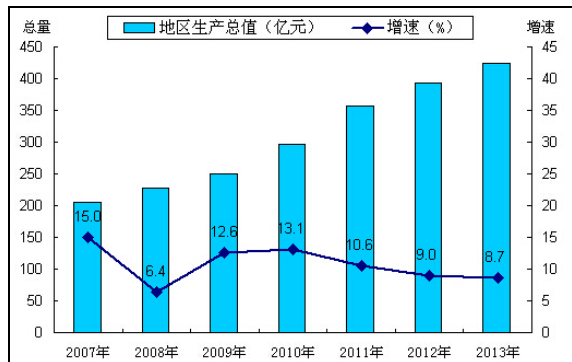
总体来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；与发达国家相比，中国铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，相关产业向中国转移的趋势没有发生改变；因此中国铝

电解电容器用铝箔材料行业长期发展的趋势没有改变，但相关企业仍需注重提升产品质量稳定性、控制生产经营成本、分析把握市场走向与产能扩张计划。

区域经济环境

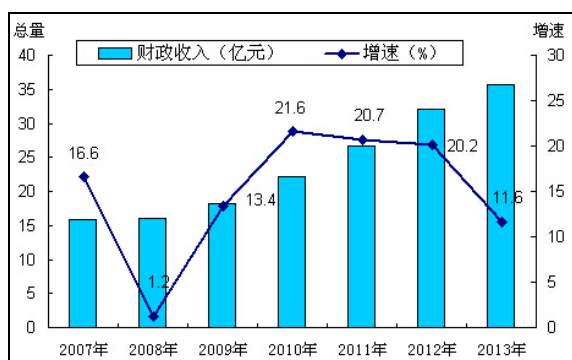
贺州市地理位置地处湘、粤、桂三省区的交界地，历史上有“三省通衢”之称。国道 323 线和 207 线贯穿全境，洛湛铁路、广州至贺州和桂林至梧州高速公路经过贺州。贺州是中国—东盟自由贸易区、西部大开发和泛珠三角区域合作的战略结合点，既享受西部大开发优惠政策，又是接纳海外及中国沿海经济辐射与转移产业的节点。

图1 2007~2013 年地区生产总值及增长情况



资料来源：《2013年贺州市国民经济和社会发展统计公报》

图2 2007~2013年地区财政收入及增长情况

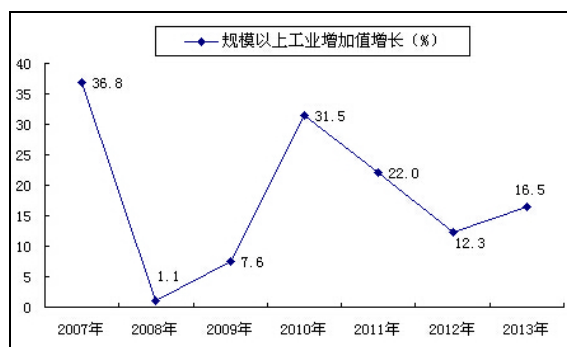


资料来源：《2013年贺州市国民经济和社会发展统计公报》

2013 年全年贺州市实现地区生产总值 423.85 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.7%。分产业看，第一产业增加值 92.58 亿元，增长 4.4%；第二产业增加值 196.3 亿元，增长 12.0%；第三产业增加值 134.97 亿元，增长

6.1%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为 21.8 %、46.3%和 31.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值 21261 元，增长 7.9%。全年全部工业增加值 143.55 亿元，比上年增长 13.9%。规模以上工业增加值增长 16.5%。在规模以上工业中，轻工业下降 4.6%，重工业增长 22.4%。

图3 2007~2013年规模以上工业增加值情况



资料来源：《2013年贺州市国民经济和社会发展统计公报》

总体看，贺州市财政收入、地区生产总值等经济指标基数较低，但总体保持稳步增长态势，但近三年经济增速有所放缓。未来随着贺州市各类产业园区建设的推进以及工业企业的增加，贺州市经济有望持续发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资企业，贺州市国有资产监督管理委员会持有公司 100%的股权。公司的控股股东和实际控制人为贺州市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

公司下属桂东电力厂合计装机容量约 31 万千瓦（权益装机容量约 26 万千瓦），拥有 220 千伏变电站 2 座，220 千伏线路 108.50 公里，110 千伏变电站 12 座，110 千伏线路 1200 公里，35 千伏线路 475.28 公里，变电容量 131.70 万千瓦安。桂东电力供电范围包括桂东区域 3 市 6 县 2 矿，并与广东郁南县、罗定市以及临近

的湖南省江永县、江华县、永州市等进行互电网间电量交换，形成较完整的区域电网。是电力行业中“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，具有一定的区域垄断性。旗下桂东电子是国家级高新技术企业，目前拥有中高压腐蚀、化成生产线 73 条，中高压电极箔年生产能力 1000 万 m² 以上，是目前西部地区唯一较大规模的电子铝箔生产厂家。广西吉光电子科技有限公司(以下简称“吉光电子”)的电容器产品被康佳、创维、TCL、长虹、海信、松下等国内外大型企业所采用。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会成员以及高级管理人员有所变动。具体变动情况如下：

根据《贺州市人民政府国有资产监督管理委员会关于宋洪洲等同志任免的通知》(贺国资干[2014] 6 号)及《广西正润发展集团有限公司章程》并经公司内部相关审议程序议定，公司董事会及监事会成员变更如下：

秦敏同志任公司副董事长；李建锋同志任

公司董事；薛波同志任公司董事；李德庚同志任公司董事。免去秦春楠公司副董事长职务；免去叶万毕同志公司董事职务。

黄健斌同志任公司监事会主席；曾纪繁、蒋林两位同志任公司监事。免去柳世伦同志监事会主席职务；免去何幼增、岑晓明两位同志公司监事职务。

根据《贺州市人民政府国有资产监督管理委员会关于宋洪洲等同志任免的通知》(贺国资干[2014] 6 号)及《广西正润发展集团有限公司章程》，并经公司董事会审议同意，聘任李建锋同志担任公司总经理职务；聘任李德庚同志担任公司副总经理职务；聘任丁波同志担任公司副总经理职务；聘任冯洁同志担任公司董事会秘书职务。免去秦春楠同志公司总经理职务；免去叶万毕同志公司副总经理职务；免去于永军同志公司副总经理职务；免去李玉春先生公司董事会秘书职务。

公司相关公告同时声明：上述人员变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。

七、经营分析

表1 2011年~2014年一季度公司产品主营业务收入和毛利率情况(单位：万元，%)

板块	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比	营业收入	毛利率	占比
电力	141855.10	20.31	58.09	110795.58	37.50	24.32	118117.36	34.00	33.09	28881.29	19.71	36.96
中高压电子铝箔	37475.58	28.56	15.35	17511.96	-1.68	3.84	26606.15	5.80	7.45	6004.86	3.69	7.68
旅游	1293.14	23.67	0.53	1840.36	54.82	0.40	1716.54	35.62	0.48	190.24	53.92	0.24
酒店经营	656.31	34.62	0.27	643.50	23.75	0.14	601.14	0.71	0.17	176.02	42.71	0.23
石油煤炭铁矿石贸易	60622.55	3.34	24.82	322314.43	2.10	70.74	205019.47	1.31	57.44	41436.16	2.63	53.02
电力设计咨询	382.49	65.28	0.16	449.28	68.71	0.10	364.43	63.08	0.10	110.82	75.99	0.14
电容器制造							3311.47	-8.62	0.93	881.86	4.48	1.13
其他	1928.85	63.61	0.79	2051.64	73.27	0.45	1215.44	71.84	0.34	466.45	83.18	0.60
合计	244214.02	17.83	100.00	455606.75	11.19	100.00	356952.00	12.84	100.00	78147.69	9.84	100.00

资料来源：公司提供

1. 经营分析

跟踪期内，受贸易规模缩减影响，公司收入有所下滑。2013年，公司实现收入35.70亿元，综合毛利率提升至12.84%；贸易板块仍为公司第一大收入来源，2013年实现收入20.50亿元，收入占比下降至57.44%，受煤炭等产品价格以及货种调整影响，毛利率下滑至1.31%；电力板块收入规模保持稳定，收入占比提升至33.09%，毛利率受外购电影响下降至34.00%；公司中高压电子铝箔业务产能有所恢复，收入增长至2.66亿元，毛利率恢复至5.80%。

2014年1~3月，公司实现收入7.81亿元，综合毛利率下降至9.84%，其中电力板块受相对较大的外购电量影响，毛利率大幅下降至19.71%，中高压电子铝箔板块受成本上升影响，毛利率亦有所下滑。

电力板块

发电方面，跟踪期内公司水电厂流域来水比较均匀，公司自发电量达到历史最好水平。2013年，公司全资的合面狮和控股的昭平、巴江口、下福水电厂全年共完成发电量14.59亿千瓦时，较上年增长4.14%。

供电方面，公司供电区域内的企业用电需求增加，售电量有所增长。2013年，公司实现财务售电量26.34亿千瓦时，同比增加8.80%，相应的外购电量也相对增加，全年外购电量10.37亿千瓦时，同比增加17.71%。

表2 公司近年电力生产经营指标

	2011 年	2012 年	2013 年	14年 1-3月
总发电量（亿千瓦时）	9.29	14.01	14.59	1.83
上网电量（亿千瓦时）	9.06	13.21	13.82	1.79
外购电量（亿千瓦时）	18.14	8.81	10.37	4.41
外购电均价（元/千瓦时）	0.4816	0.5332	0.5298	0.5286
机组平均利用小时数	3096	4676	5128	643
平均上网电价（元/度）	0.438	0.4585	0.4494	0.4687
厂用电率（%）	1.62	1.7	1.45	1.61
线损率（%）	2.45	3.69	4.27	1.84

资料来源：公司提供

注：公司总发电量未包括小水电发电量

经营效益方面，虽然跟踪期内自发电量和售电量均有所增加，但由于成本较高的外购电量增加较多且价格维持高位，加上供电区域内大工业用户开工不足，用电负荷中低电价用户所占比重较大，公司电力经济效益未能达到预期。板块毛利率由上年的37.50%下滑至34.00%。

2014年一季度，公司水电厂流域来水较上年同期减少，公司累计完成发电量1.83亿千瓦时，同比减少15.74%，外购成本较高的电量4.41亿千瓦时，同比增加6.98%；实现财务售电量6.45亿千瓦时，同比减少0.63%；实现营业收入2.89亿元。2014年一季度公司电力板块收到电价补贴2592万元及桂江电力、桂海电力合计收到CDM碳减排项目收入109.78万美元（含各项申请费用）计入本期损益，对公司一季度的整体经营业绩产生积极影响，但由于一季度自发电量比上年同期减少3409.97万千瓦时，相应同比减少电力主营利润约1177万元，外购电增多导致毛利率下降至19.71%。

目前，公司电力板块的经营优势包括：1、电力特许经营优势（公司电力主业经营拥有政府特许经营权，取得了广西工业和信息化委员会核发的《供电营业许可证》，具有独立的供电营业区）。2、区域优势（公司目前电力销售区域形成三省（区）联网电量互为交换互通有无灵活格局。由于电力销售具有法定营业区，公司多年来已形成比较稳定的用电客户群，市场相对稳定）。3、“厂网合一”经营模式（公司是水力发电、供电、配电业务一体化经营的地方电力企业，有利于分散各环节经营风险和保持效益稳定）。4、水电清洁能源优势（水电为清洁能源，不受采购原材料价格上涨因素影响，具有长期稳定经营优势）。

联合资信同时也关注到，公司电力板块的不确定性包括：1、公司水电电源点开发存在瓶颈，公司所处区域可供开发的水电电源点不多，开发难度较大；2、公司部分电力以相对较低价格卖给集团内其他用电企业，对盈利有影响；3、来水量波动、水污染事件带来的厂矿停产等非

可控因素可能影响公司电力运营；4、随着电力体制改革的继续深入，将进一步开展电力产、输、配分开试点，如果公司不能保持供发电一体，可能对电力板块产生较大影响。5、电力行业的盈利能力与国内宏观经济的波动有着较强的相关性，经济总体需求不足或经济循环周期处于低谷时期，可能影响公司的电力销售和盈利能力。

贸易

2013年，公司共实现贸易收入20.50亿元，较上年减少约12亿元，主要是子公司钦州永盛在2013年为控制贸易业务风险、于2013年前三季度缩减了贸易规模；石油化工、煤炭和铁矿石三大品种共实现收入19.25亿元。跟踪期内，公司主营品种煤炭、铁矿石等大宗商品价格低迷，且贸易经营资质放开，公司面临较为激烈的市场竞争和疲弱的下游需求；从盈利水平来看，板块总体毛利率下降至1.31%。其中2013年公司石油化工类销售毛利率下降较多，主要是由于2012年该类别贸易中包含销售毛利率较高的芳烃产品，2013年未销售此类产品。

表3 2012~2013年年公司主要贸易产品收入和毛利率（单位：亿元、%）

品种	2013年		2012年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
石油化工	0.68	0.17	13.17	3.28
煤炭	15.78	1.34	8.06	1.19
铁矿石	2.79	1.39	7.49	1.74
合计	19.25	1.30	28.72	2.06

资料来源：企业提供

跟踪期内，虽然公司主动缩减了贸易业务规模，但贸易业务仍形成了较大的往来款和存货（详见财务分析部分），未来仍需关注公司贸易业务相关合同履行情况和新业务的风险管控能力。

铝电子

2013年公司电子铝箔板块收入增长52.00%至2.66亿元。2013年春节过后，铝电解电容器市场总体开始逐步向好，整个化成箔行业处于弱复苏的状态，订单开始逐步增加。公司在维

护好原有客户的同时，依靠新开发的几大客户资源，使公司订单增加，上半年公司产品销量每月基本维持在40万m²以上。但是由于7月份因环保需要停机检修（8月逐步恢复开机，11月份生产线全部恢复）公司产能受到一定影响，全年销量没有达到预期要求，公司产品优先供应大客户，同时由于化成箔行业产能过剩，同行业之间竞争激烈，客户对产品的降价要求明确，中高压产品价格均有不同幅度下降。

2013年该板块毛利率为5.80%，较上年同期有较大幅度改善，但桂东电子仍处于亏损状态；影响毛利率的原因主要是当年产量的增加：2013年公司生产化成箔共计531.13万平方米，与去年同期351.34万平方米增加179.79万平方米，影响固定成本减少4.76元/平方米。

目前，在中国经济增速放缓，下游需求不足的背景下，有限的市场资源逐步向在产品质量、成本、技术等方面有优势的企业集中，桂东电子产能的恢复一方面有赖于宏观经济的好转，一方面也有赖于自身成本的降低、产品可靠性的提高以及对市场客户资源的争取。

铝电解电容器方面，公司于2013年完成了对吉光电子的收购，该公司厂房亦由深圳搬迁至贺州。在此过程中，原吉光电子主要管理人员流失，且工厂原来的设备陈旧，产品合格率不高，给公司的经营带来一定挑战。2013年下半年开始公司生产逐渐起步。全年共实现收入3311.47万元，毛利率为-8.62%。2014年一季度，公司电容器板块实现收入881.86万元，较上年同期增加约400万元，平均接单金额为480万元，较上年同期增加230万元，但目前受限于一线工人紧缺等因素，产能仍无法完全发挥，固定成本相对较高。未来，吉光电子计划引入尼康电子并成立合资公司（其在电解电容、LED驱动电源领域有强大的研发实力），重点发展节能等用电容产品。

其他

2013年公司进入地产和金融领域，分别投资800万元和5000万元成立了全资子公司贺投

房地产有限公司和桂鑫小额贷款公司。

贺投房地产有限公司经营范围涉及房地产开发、房地产信息咨询、房屋租赁和建筑设计、安装等业务。公司近期计划开发的项目包括：1) 供电公司住宅小区改造工程：改造工程规划占地面积约8.74亩(5828.57平方米)，总建筑面积约20400平方米，安置建筑面积约17000平方米，安置住户96户。该项目属于贺州市棚户区改造一部分，融资由其他政府企业负责，公司负责建设，项目预计投入为3000万元；2) 梧州桂江新苑该项目：位于广西梧州市桂江二桥头转盘东侧，占地面积约为2672平米。拟建二栋综合大楼，(商业、住宅)，总建筑面积约17600m²，目前项目正在前期研究中，投资规划尚未确定。

贺投桂鑫小额贷款公司经营范围包括办理各项小额贷款、小企业发展管理咨询、财务咨询等业务，主要立足贺州城乡，服务三农、中小企业及个体工商户。用于开展业务的资金主要包括注册资本金、利润以及在金融机构借入的资金。风险控制措施包括：客户、行业、信用及负债信息调查，相关材料真实性调查、贷款是否有抵押、质押或担保程序、抵押物是否足值、担保风险分析、到期还本付息能力分析等。平均利率水平为月利率1.5%~2%区间。平均贷款期限为6~8个月。

截止2014年5月31日，公司可用于发放贷款资金5370万元(注册资本+净利润)，累计发放贷款笔数37笔；贷款总额6210万元，累计收回11笔，金额1795万元，在贷总金额4415万元；2014年1-5月累计实现收入总额484.9万元，利润总额399.8万元。2014年下半年公司计划增资子公司桂鑫小额贷款公司5000万元，2014年预计贷款规模超过1亿元，2014年收入预计可达1500万元。步入正轨后，若风险控制得当，公司预计每年可实现收入预计可超过2000万元。

工业园区开发方面，2012年4月，贺州市政府颁布的贺政办发【2012】80号文件明确公司作为电子科技园的投资建设主体，按照“整体规划、分期滚动开发、土地梯次出让”的原则，有计划分期进行开发建设，并负责引企入园等招商工作。在完成“一纵四横”、公共租赁住房大楼等基础设施项目建设后，经过与市政府协商，公司将逐步退出工业园区的建设，集中精力进行主业投资。截至2013年底，公司共完成对工业园区投资约2亿元，市财政分别于2011、2012年支付公司基建资金650万元和2580万元，剩余资金偿还方式公司与政府尚在协商中。2014年下半年公司还将对已承担的未建成项目投资约5000万元。公司逐步退出园区建设后，将减少公司的资金压力，有助于公司集中资金进行实体产业建设。

总体看，跟踪期内，公司电力板块经营稳健、售电量增长，但由于外购电较多，盈利能力有所下滑；铝电子板块产能有所恢复，收入增长，毛利率有所恢复，但仍面临较为严峻的经营形势；公司为控制经营风险，贸易板块业务整体收缩，也导致公司整体收入规模有所下滑，需关注贸易业务履约情况可能给公司带来的损失；公司进入金融和房地产领域，未来经营将日趋多元化，房地产业务可能带来一定资金需求。

2. 在建项目

公司目前在建项目主要包括上程水电站、变频节能材料技术改造等项目，计划投资额为9.79亿元，截至2013年底已投资2.41亿元，2014年拟投资2.27亿元，2015-2016年投资计划尚未确定。总体看，公司目前在建项目主要围绕主业，投资规模适宜。

表4 公司目前主要在建投资项目情况(单位：万元，%)

项目名称	项目内容	建设起止时间	计划投资额	自有资金比例	2012年已投资	2013年已投资	2014年拟投资	相关批文
上程水电	上程水电站一	2012-2014	29155.00	30.00	15155.00	3343.29	10000.00	桂发改能源

项目名称	项目内容	建设起止时间	计划投资额	自有资金比例	2012年已投资	2013年已投资	2014年拟投资	相关批文
站项目	期工程（大田水电站）装机1.2万千瓦，库容1616万立方米							[2004]84号
农网改造工程	农村电网改造工程	2009-2014	4200.24	20.00	2562.24	74.45	638.00	桂发改投资(2009)208号、桂发改投资(2011)990号、桂水电司企(2012)772号
变频节能材料技术改造项目	新增化成箔生产线22条，形成每年新增750万m ² 高强度高比容化成箔的生产能力	2012-2015	46505.99	30.00	2032.95	889.83	5500.00	桂工信节能函【2013】108号
高新技术服务中心	高新技术服务中心项目共占地面积50亩，总建筑面积约为41625m ² ，项目总投资1.8亿	2012-2015	18000.00	100.00	4.00	11.49	6549.60	贺发改投资【2012】550号
合计			97861.23		19754.19	4319.06	22687.60	

资料来源：公司提供

九、重大事项

公司提供的 2013 年财务报告经大信会计师事务所审计，并出具了带强调事项的审计结论。审计师认为：公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了公司 2013 年 12 月 31 日的财务状况以及 2013 年度的经营成果和现金流量，但审计师同时提醒财务报表使用者关注公司资产负债表日存在较大的贸易应收账款、预付账款及存货，提请投资者关注预付账款及存货的期后实际交易情况，以及期后交易形成的应收款项收回的及时性情况。

以下内容结合公司及其控股子公司桂东电力 2013 年审计报告和 2014 年一季报，以及桂东电力 2014 年 5 月 29 日最新发布的《广西桂东电力股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》等公开资料，对以上审计意见涉及科目进行梳理，并就对公司财务状况产生的影响做一简要分析。

存货

截至 2013 年底，公司存货账面余额为 2.47 亿元，计提跌价准备 92.84 万元，账面价值为 2.46 亿元。截至 2013 年底，公司期末库存商品为 1.31 亿元，其中期末煤存货为 1.02 亿元；其余存货构成还包括产成品（0.65 亿元）和原材料（0.35 亿元）等。截至 2014 年 3 月底，公司存货账面净值为 1.69 亿元。

2014 年 1 月 5 日，公司控股子公司桂东电力之全资子公司钦州永盛石油化工有限公司（为桂东电力贸易业务经营主体）与广州博材燃料有限公司（甲方，以下简称“博材燃料”）签订销售合同，合同金额为 1.21 亿元。合同约定：在合同生效后，由钦州永盛开出 215456 吨的印尼煤货权给甲方，甲方在收到货权转移通知书后 1 个月内提完货物（钦州永盛 2014 年 1 月 15 日已签发货权转移单（相应减少存货 1.21 亿元，并增加公司 2014 年一季度应收账款 1.21 亿元）并必须按实际提货的数量全额结算付清款项，发票已开具。截止 2014 年 5 月 26 日，

上述款项尚未收回。

截至 2013 年底公司较大的存货规模面临煤商品和库存铝电子产品及其原材料的跌价风险。2014 年一季度钦州永盛与博材燃料签订的销售合同使得煤商品货权转移，跌价风险减小，但增大了应收账款的回收风险，仍对公司资产质量构成影响。

应收账款

截至 2013 年底，公司应收账款账面余额 5.76 亿元，计提坏账准备 0.34 亿元，账面价值为 5.41 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司应收账款为 7.57 亿元。截至 2014 年 5 月 26 日，公司对广州博材燃料公司应收账款 1.21 亿元，对湖南湘桂和机械设备贸易有限公司应收账款 0.53 亿元（合同约定收款日期为 2014 年 5 月 24 日）。公司控股子公司桂东电力提示以上两项款项可能存在合同履约或资金回收风险（详见表 10）。目前公司对于上述账款坏账准备计提比例较小，较大规模的应收款项已经造成公司资产质量的下滑，公司发生坏账损失较高。

表 5 2013 年底公司前 5 名应收账款情况
(单位: 亿元)

欠款单位名称	欠款金额	账龄
广州博材燃料公司	1.32	1 年以内
广东运通能源有限公司	0.89	1 年以内
广西华港燃料有限公司	0.49	1 年以内
贺州闽贺五金机械铸造有限公司	0.18	1 年以内
湖南艾华集团股份有限公司	0.15	1 年以内
合 计	3.03	--

资料来源：公司审计报告

表 6 截至 2014 年 5 月 26 日公司部分大额应收账款情况

单位: 亿元

应收账款单位名称	应收账款金额	合同约定收款期	回收风险及应对措施说明
广州博材燃料有限公司	1.21	无明确约定	截止目前该款项尚未收回，有可能存在合同履约及资金回收风险，目前公司正积极催收。

湖南湘桂和机械设备贸易有限公司	0.53	2014-5-24	截止目前该款项尚未收回，有可能存在资金回收风险，目前公司正积极催收，不排除采取法律诉讼等方式解决。
广西铁投冠信贸易有限公司	0.13	2013-3-12	截止目前该款项尚未收回，资金回收风险小，目前公司正积极催收。
合计	1.87	--	--

资料来源：《广西桂东电力股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》

预付款项

截至 2013 年底，公司预付款项为 8.09 亿元。截至 2014 年 3 月底公司预付款项为 6.03 亿元。

截至 2013 年底，钦州永盛共预付柳州正菱重型数控机床有限公司及其关联企业机床款 2.78 亿元，截至 2014 年 5 月 26 日，对柳州正菱预付账款尚有余额 1.52 亿元（其余 1.26 亿元已经进行交易），全部为银行承兑汇票。

2014 年 5 月 27 日，柳州市公安部门发布关于依法登记与柳州正菱集团有限公司（以下简称“正菱集团”）发生集资关系情况的通知，《通知》称：柳州正菱集团有限公司涉嫌非法吸收公众存款犯罪，经初查，2014 年 4 月依法对该集团公司涉嫌非法吸收公众存款犯罪立案侦查。目前该企业及其子公司账户已经被冻结查封。公司预付账款存在较大减值风险。如上述银行承兑汇票部分或全部被票据合法持有人办理贴现，且公司在提起诉讼后或采取其他措施仍不能追收上述相关款项，将会给公司带来损失。联合资信将持续关注该事项对公司的影响。

除预付正菱集团及其相关企业款项外，公司 2013 年预付广西南宁台协干商贸有限公司 1.50 亿元，交易品种为煤炭，合同约定供货日期为 2014 年 2 月 28 日，但截至 2014 年 5 月 26 日，对方仍未履行供货义务。控股子公司桂东电力判断资金回收风险小，正积极催收并与对方协商以资产抵押回收款项；2012 年 12 月 26 日，钦州永盛与博材燃料签订 30 万吨煤炭购销合同，合同有效期为 2013 年 1 月 1 至 2013 年 6 月 30 日，公司预付广州博材燃料有限公司

0.65 亿元购货款，合同约定交易日期为 2013 年 6 月 30 日，截至目前，对方尚未履行供货义务，可能存在资金回收风险。

表 7 2013 年底公司前 5 名预付账款单位
(单位: 亿元)

欠款单位名称	欠款金额	账 龄
柳州正菱重型数控机床有限公司	2.07	1 年以内
广西南宁台协干商贸有限公司	1.50	1 年以内
广州博材燃料有限公司	0.65	1 年以内
柳州正菱集团有限公司	0.57	1 年以内
中矿澳亚(北京)公司	0.50	1 年以内
合计	5.28	--

资料来源: 公司审计报告

注: 上表未包含公司预付桂林正菱机床制造有限责任公司 0.15 亿元。

表 8 截至 2014 年 5 月 26 日公司部分预付账款情况
单位: 亿元

预付账款单位名称	预付账款金额	合同约定供货日期	合同履行风险及应对措施说明
柳州正菱重型数控机床有限公司	0.80	2014-6-2	该公司账户被冻结查封, 预计无法履行合同, 公司已申请法院冻结止付银承汇票款项并拟提起诉讼或与对方商谈采取以资抵债等方式解决。
柳州正菱集团有限公司	0.57	2014-2-18	该公司账户被冻结查封, 无法履行合同, 公司已申请法院冻结止付银承汇票款项并拟提起诉讼或与对方商谈采取以资抵债等方式解决。
桂林正菱机床制造有限责任公司	0.15	2014-6-2	该公司账户被冻结查封, 预计无法履行合同, 公司已申请法院冻结止付银承汇票款项并拟提起诉讼或与对方商谈采取以资抵债等方式解决。
广州博材燃料有限公司	0.65	2013-6-30	截止目前对方尚未履行供货义务, 可能存在资金回收风险, 公司正积极采取措施予以解决。
广西南宁台协干商贸有限公司	1.50	2014-2-28	截止目前对方尚未履行供货义务, 资金回收风险小, 公司正积极催收并与对方协商以资产抵押回收款项。
广州生源能源发展有限公司	0.30	无明确约定	截止目前对方尚未履行供货义务
合计	3.97	--	--

资料来源: 《广西桂东电力股份有限公司关于对上海证券交易所问询函回复的公告》

应收票据

截至 2013 年底, 公司应收票据 1.20 亿元, 截至 2014 年 3 月底, 公司应收票据 0.81 亿元。截至 2014 年 5 月 26 日, 公司与南昌市驰铃贸易有限责任公司的应收票据 0.53 亿元 (为商业承兑汇票), 桂东电力判断其存在到期可能无法承兑的风险, 目前公司正在催收, 不排除通过诉讼解决。

表 9 截至 2013 年 12 月底, 公司已背书但尚未到期的金额最大前五项目应收票据 (单位: 亿元)

出票单位	出票日期	到期日	金额	备注
南昌市驰铃贸易有限责任公司	2013.12.30	2014.06.30	0.53	已背书但未到期
湖州广东省擎光电科技有限公司	2013.09.16	2014.03.16	0.05	已背书但未到期
温州擎银物资有限公司	2013.08.12	2014.02.12	0.05	已背书但未到期
湖南艾华集团股份有限公司	2013.11.18	2014.04.18	0.04	已背书但未到期
杭州久道实业有限公司	2013.08.29	2014.02.28	0.35	已背书但未到期
合计	--	--	1.02	--

资料来源: 公司审计报告

综合看, 公司及其控股子公司桂东电力已经披露且提示可能存在风险的资产包括应收账款约 1.74 亿元, 预付账款约 2.17 亿元和应收票据约 0.53 亿元, 共计约 4.44 亿元 (该统计为估计值, 不包括公司认为回收风险小的款项)。以上款项发生坏账风险较大, 对公司财务状况构成较大影响。

表 10 截至 2014 年 5 月 26 日, 桂东电力公告称存在资金回收或履约风险科目统计 (单位: 亿元)

应收账款	
广州博材燃料有限公司	1.21
湖南湘桂和机械设备贸易有限公司	0.53
合计	1.74
预付账款	
柳州正菱重型数控机床有限公司	0.80

柳州五菱集团有限公司	0.57
桂林五菱机床制造有限责任公司	0.15
广州博材燃料有限公司	0.65
合计	2.17
应收票据	
南昌市驰铃贸易有限责任公司	0.53
合计	0.53

资料来源：联合资信整理

十、募集资金使用情况

公司于2014年2月发行了“14贺州投资CP001”、额度为3亿元，募集资金用途为置换银行贷款。截至目前，募集资金剩余1.39亿元尚未使用。

十一、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013年财务报告经大信会计师事务所审计，并出具了带强调事项的审计结论。审计师认为：公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了公司2013年12月31日的财务状况以及2013年度的经营成果和现金流量，但审计师同时提醒财务报表使用者关注公司资产负债表日存在较大的贸易应收账款、预付账款及存货，提请投资者关注预付账款及存货的期后实际交易情况，以及期后交易形成的应收款项收回的及时性情况。公司2014年一季度财务数据未经审计。2013年公司合并范围增加贺州市贺投集团桂鑫小额贷款有限公司和广西贺投房地产公司，对财务可比性影响不大。

截至2013年底，公司合并资产总额97.97亿元，所有者权益37.85亿元。2013年公司实现营业收入35.70亿元，利润总额0.45亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额101.21亿元，所有者权益33.91亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入7.81亿元，利润总额-0.09亿元。

2. 资产质量

截至2013年底，公司合并资产总额为97.97亿元，较上年增长15.98%。其中流动资产占27.69%，占比稳定，公司资产构成仍以非流动资产为主。

截至2013年底，公司流动资产27.13亿元，较上年增长13.04%，其中应收票据、预付款项、其他应收款和存货均增长较快，应收账款规模有所下降。

截至2013年底，公司应收票据1.20亿元，较上年增长263.64%，主要是已背书但未到期商业承兑汇票的增加。其中金额较大的为应收南昌市驰铃贸易有限责任公司0.53亿元，为子公司桂东电力贸易业务产生，票据到期日期为2014-6-30，该应收票据为商业承兑汇票，存在到期可能无法承兑的风险，目前公司正积极催收，不排除通过诉讼解决。

截至2013年底，公司应收账款账面余额5.76亿元，较上年下降26.91%，主要原因是2013年前三季度公司贸易业务子公司调整贸易规模所致。从应收账款账龄结构看，1年以内的占87.32%，账龄较短。应收账款前5名单位欠款合计占应收账款的52.59%，应收账款集中度较高。公司计提坏账准备0.34亿元，计提比例为5.93%。截至2014年3月底，公司应收账款为7.57亿元。

截至2013年底，公司其他应收款净额2.98亿元，较2012年上升18.73%。主要是由于公司本部投入电子生态工业园区建设，支付的征地拆迁和“七通一平”支付工程进度款（其中应收贺州市财政局1亿元、应收贺州土地收购储备0.71亿元）。其他应收款前5名单位合计占67.15%，集中度较高，且政府欠款账龄较长，回收进度存在不确定性。公司对其他应收款共计提坏账准备0.29亿元，计提比例8.82%。

表11 2013年底公司前5名其它应收款单位

（单位：亿元）

欠款单位名称	欠款金额	账龄
--------	------	----

贺州市财政局	1.00	1-2 年
贺州土地收购储备	0.71	2-3 年
广西海普机电设备有限公司	0.21	1 年以内
玉林市第一建筑公司	0.15	2-3 年
应收进项税额	0.13	1 年以内
合计	2.19	--

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司预付款项净额 8.09 亿元，较 2012 年上升 34.39%，主要原因是桂东燃料公司及桂东电力子公司钦州永盛石油化工有限公司当期购货款尚未结算所致。从账龄结构看，1 年以内的预付账款占 88.07%，

截至 2013 年底，公司存货 2.46 亿元，较上年大幅增长 82.96%，主要体现为产成品（桂东电子腐蚀箔和化成箔产品）和库存商品（库存煤为主）的增加。公司共计提跌价准备 92.84 万元，计提比例较低。

总体看，公司流动资产中，应收账款、其它应收款、预付账款和存货比例较高，相关贸易合同履行情况仍存在不确定性，如果合同最终不能依法履行，可能对公司资产质量构成较大影响。

非流动资产方面，截至 2013 年底，公司非流动资产共计 70.84 亿元，较 2012 年底增长 17.15%，主要是因为可供出售金融资产、持有至到期投资和在建工程增长所致。

2013 年，公司可供出售金融资产规模较上年增长 24.02%，主要是由控股子公司桂东电力认购国海证券 59369013 股导致（共支付 3.73 亿元）。截至 2014 年 3 月 26 日，桂东电力持有国海证券（深圳证券交易所主板上市，股票代码 000750）限售股股票 257265723 股，占国海证券总股本 2310361315 股的 11.14%，该限售股票 2014 年 8 月 9 日可上市流通。2014 年 3 月 26 日，桂东电力董事会批准公司持有的国海证券股票可流通之日（2014 年 8 月 9 日）起一年内通过大宗交易、二级市场竞价或两者相结合的方式择机出售国海证券不超过 1 亿股股票（不超过国海证券总股本的 5%）。目前，桂东电力持有的 257265723 股国海证券股票已累计

投入资金 4.97 亿元，使得桂东电力面临较大的资金和成本压力。本次出售部分国海证券股票所获得的资金将用于偿还银行贷款或补充流动资金，减轻桂东电力资金压力，同时也将减轻因股价波动所带来的资本公积的波动。

2013 年底，公司在建工程为 4.65 亿元，较上年增长 59.25%，主要是输变电站及线路施工工程、控股子公司桂东电子变频节能材料技术改造项目支出和控股子公司上程电力电站建设支出增加所致。

截至 2013 年底，公司发放贷款及垫款 0.48 亿元，为桂鑫小额贷款公司发放的小额贷款。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 101.21 亿元，较上年底增长 3.31%，主要体现为货币资金（主要是由于公司借款规模的增长）和经营性应收项目的增加。整体资产结构较为稳定。

综合看，跟踪期内公司流动资产中与贸易业务相关的预付账款、应收票据和存货大幅增长，合同履行情况存在不确定性，导致公司资产质量下降，如果相关合同不能履行，可能给公司造成较大损失。非流动资产中可供出售金融资产占比较大。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 37.85 亿元，较上年增长 4.76%。主要体现为少数股东权益的增长。少数股东权益占比大。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 33.91 亿元，较上年减少 10.41%，主要是由于资本公积和少数股东权益减少。其中资本公积减少主要是由于国海证券股价变动所致。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 60.12 亿元，较上年增长 24.37%。流动负债占比上升至 59.68%，公司负债结构转为以流动负债为主。其增长主要来源于短期借款（较上年大幅增长

98.72%)，预收账款亦较上年增长 113.16%，主要是贸易业务预收款。

截至 2013 年底，公司非流动负债 24.24 亿元，规模与上年基本持平。截至 2013 年底，公司应付债券余额 9.89 亿元，为子公司桂东发行的 2011 年第一期、第二期公司债券。

2013 年底，随着公司负债和有息债务规模的上升，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年增加 4.13 个百分点和 4.9 个百分点至 61.36% 和 56.71%；公司长期债务资本化率下降至 34.89%。

2013 年，公司有息债务较上年增长 27.67%，达到 49.60 亿元，由于短期借款的大幅增长，短期债务占比提升至 59.11%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 67.31 亿元，较 2013 年底增长 17.00%，主要是短期借款增长所致。2014 年 3 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 66.50%、63.12% 和 39.56%，公司整体债务负担较 2013 年底有所上升。

总体看，跟踪期内，短期债务增长较快，公司债务负担上升。

4. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 35.70 亿元，较上年下降 21.64%，主要是公司贸易收入大幅缩减所致。伴随收入规模的缩减，公司营业成本下降 23.22%。营业成本率由 2012 年的 88.81% 小幅下降至 2013 年的 87.14%，公司营业利润率上升至 12.35%。

随着公司融资规模的扩大，财务费用呈逐年上升趋势。2013 年公司财务费用较上年增长 18.84%，整体期间费用占营业收入的比重由 2012 年的 8.69% 上升至 12.40%，公司费用管控能力有待加强。

非经常性损益方面，2013 年公司实现投资收益 1243.46 万元，包括来自于持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 594 万元（其稳定性主要取决于国海证券每年的分红情况）以

及权益法核算的对广西贺州市胜利电力有限公司的投资收益 307 万元等；2013 年，公司实现营业外收入 3918.36 万元，其中较为稳定的政府补助为 1047.38 万元，其他为碳减排收入。公司碳减排收入需和潜在购买方进行谈判，其每年收到的金额可能产生波动。2013 年，公司利润总额为 0.45 亿元，非经常性损益对利润总额的贡献度大。

2013 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 0.34% 和 2.90%，均较上年有所下降。总体看，公司主营业务盈利能力偏低。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.81 亿元，较上年同期减少 18.81%，为 2013 全年水平的 21.88%；2014 年一季度，公司营业外收入主要是控股子公司桂东电力收到自治区财政厅拨付的 2011 年 8~12 月购入区外高价电量补贴 2592.00 万元以及 CDM 项目碳减排收入 719.43 万元。受电力、铝电子等板块营业成本上升以及期间费用增长影响，公司实现利润总额 -851.91 万元。总体看，公司近年来主业盈利能力下滑，营业外收入对公司利润总额贡献较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

2013 年公司实现经营活动现金流入 43.76 亿元，较上年下降 18.59%；经营活动现金流出 42.10 亿元，较上年下降 20.19%。经营活动现金流净额为 1.66 亿元，现金收入比为 119.42%，较上年提升约 10 个百分点。总体看，公司经营产生的现金流入规模有所下降，收入实现质量有所提高。

2013 年公司投资活动现金流出为 9.76 亿元，较上年增幅较大，其中投资支付的现金 3.99 亿元，其中 3.73 亿元为桂东电力认购国海证券配股股份；支付其他与投资活动有关现金 0.85 亿元为委托贷款。伴随较大规模的投资支出，2013 年公司投资活动现金流净额为 -9.66 亿元。总体看，跟踪期内公司资本性支出保持较大规模，仍存在一定外部筹资需求。

筹资活动方面,2013 年公司取得借款收到现金增长较快,还款规模有所减小,2013 年公司筹资活动现金流净额为 8.27 亿元。

2014 年 1~3 月,公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 5.30 亿元和 -0.44 亿元,公司现金收入比大幅下降至 62.37%,应收账款规模大幅增加,收入实现质量较差。2014 年 1~3 月,公司投资活动现金流出为 0.81 亿元,为公司在建项目的后续投资。2014 年 1~3 月,以借款为主的筹资活动保持较大规模,筹资活动产生的现金流净额为 7.74 亿元。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2013 年公司流动比率、速动比率分别大幅下降至 75.62%和 68.76%,总体流动性不强。经营活动现金流动负债比下降至 4.64%,公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债保障能力持续减弱,整体看,公司短期偿债能力一般,必要时,出售可供出售金融资产可能缓解公司短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看,2013 年公司 EBITDA 为 4.55 亿元,较上年 9.64%。随着跟踪期内有息债务规模的增长,全部债务/EBITDA 有所上升,2013 年为 10.89 倍,EBITDA/利息倍数下降至 1.89 倍。整体看,公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力趋弱。

截至 2013 年底,公司对外担保 2.84 亿元,担保比率为 7.50%。主要为公司出资人要求公司履行的担保义务。

表 12 截至 2014 年 3 月底公司对外担保情况

单位:万元

担保单位	担保金额	到期日期
桂东电子科技有限公司	8500.00	2016年2月
贺州市民丰实业有限责任公司	1000.00	2015年1月
桂东燃料有限公司	5500.00	2015年1月
广西桂海电力有限责任公司	2600.00	2019年3月

上程电力有限责任公司	1800.00	2017年12月
广西桂东机电工程学校	2000.00	--
广西梧州林业学校	1700.00	--
贺州市经济干校	1200.00	--
广西桂东卫生学校	2100.00	--
贺州市技工学校	1000.00	--
贺州翔隆电子科技有限公司	500.00	2014年12月
贺州旅游投资开发有限公司	500.00	2015年1月
合 计	28400.00	

资料来源:公司提供

截至 2014 年 3 月底,公司在各商业银行共获得的授信总额为 65.00 亿元,其中未使用额度为 20.51 亿元,公司间接融资渠道畅通。同时,公司控股子公司桂东电力是 A 股上市公司,具备直接融资渠道。

公司于 2014 年 2 月发行 3 亿元“14 贺州投资 CP001”,2013 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和截至 2013 年底扣除受限资金后现金类资产分别为 43.76 亿元、1.66 亿元和 6.91 亿元,对存续债券的覆盖倍数分别为 14.59 倍、0.55 倍和 2.30 亿元,公司经营活动现金流入量和现金类资产对公司存续债券的保障程度高。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行基本信用信息报告,截至 2014 年 5 月 7 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

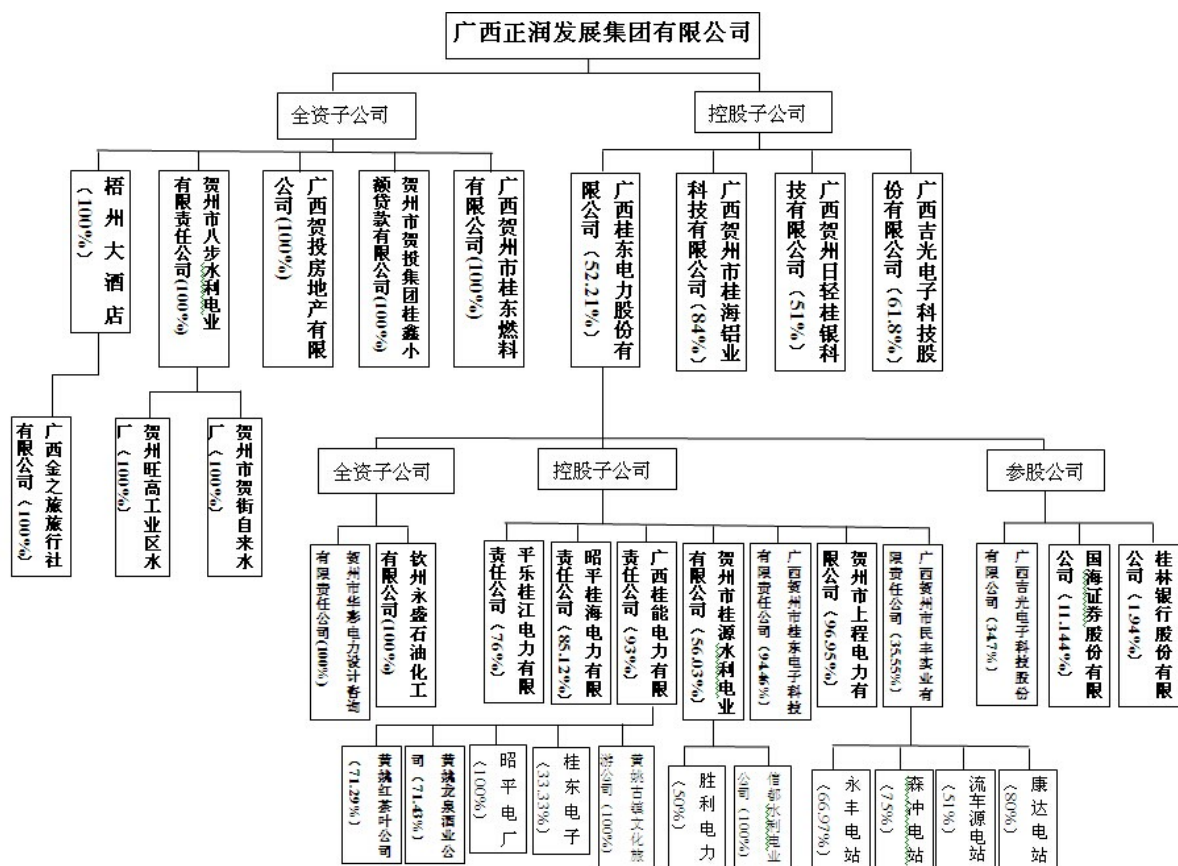
8. 抗风险能力

公司所处水电行业运行较为稳健,铝电子行业市场空间较为广阔,但竞争激烈,易受宏观经济影响。跟踪期内,公司资产规模持续增长。尽管现阶段由于外部经济不景气导致公司主业盈利能力降低,但基于公司自身经营和财务状况,以及在地方经济中的地位,公司整体抗风险能力较强。

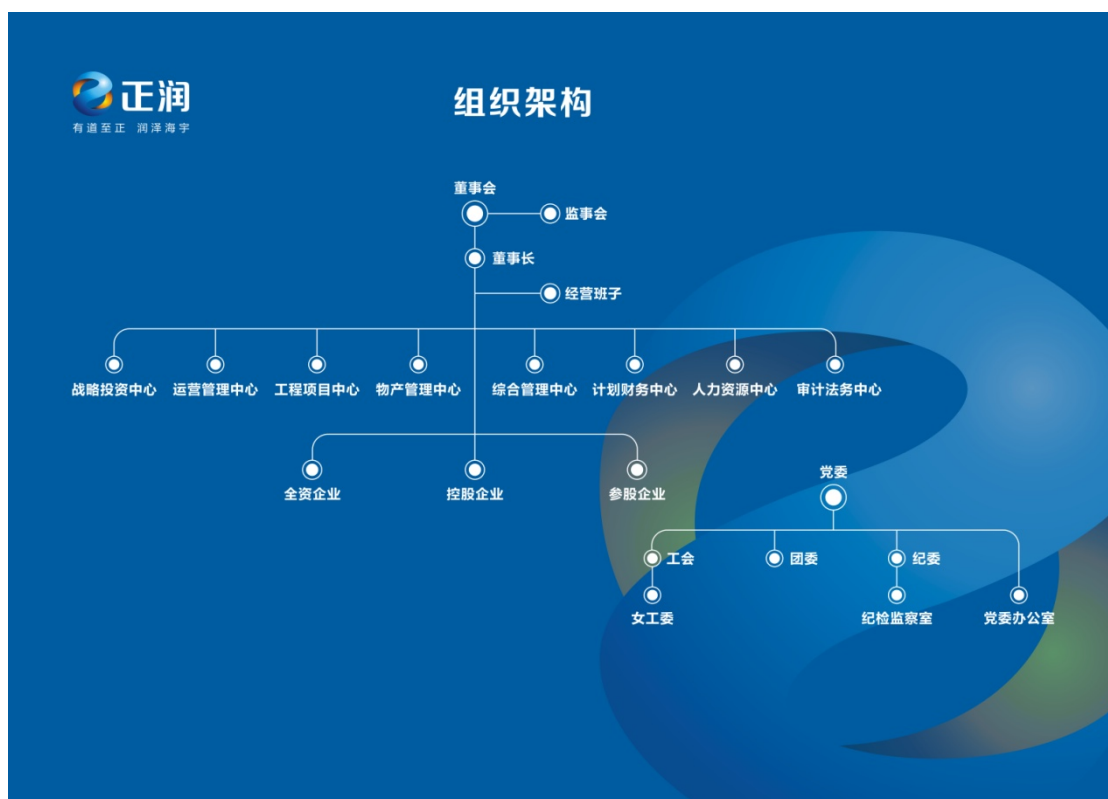
十一、结论

综合考虑，联合资信维持广西正润发展集团有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，并维持“14贺州投资CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.91	7.15	8.18	14.31
资产总额(亿元)	56.25	84.47	97.97	101.21
所有者权益(亿元)	22.48	36.13	37.85	33.91
短期债务(亿元)	18.42	18.01	29.31	35.84
长期债务(亿元)	10.47	20.84	20.28	22.19
全部债务(亿元)	28.89	38.85	49.60	58.03
营业收入(亿元)	24.42	45.56	35.70	7.81
利润总额(亿元)	1.81	0.79	0.45	-0.09
EBITDA(亿元)	4.63	4.15	4.55	--
经营性净现金流(亿元)	4.21	2.02	1.66	-0.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.99	6.23	5.40	--
存货周转次数(次)	18.67	30.18	12.63	--
总资产周转次数(次)	0.43	0.54	0.36	--
现金收入比(%)	121.22	108.89	119.42	62.37
营业利润率(%)	17.35	10.88	12.35	9.41
总资本收益率(%)	6.03	3.33	2.90	--
净资产收益率(%)	6.82	1.41	0.34	--
长期债务资本化比率(%)	31.78	36.58	34.89	39.56
全部债务资本化比率(%)	56.24	51.81	56.71	63.12
资产负债率(%)	60.03	57.23	61.36	66.50
流动比率(%)	65.37	100.82	75.62	78.36
速动比率(%)	60.43	95.19	68.76	74.32
经营现金流动负债比(%)	19.34	8.49	4.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.09	1.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.24	9.35	10.89	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计

附件 3 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息