

信用等级公告

联合[2014] 591 号

联合资信评估有限公司通过对广西正润发展集团有限公司及其拟发行的 2014 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

广西正润发展集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

广西正润发展集团有限公司

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年五月九日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

广西正润发展集团有限公司

2014年第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年期, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权, 付息式固定利率品种

偿还方式: 每年付息, 到期一次性还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 5 月 9 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 6 月
资产总额(亿元)	41.41	56.25	84.47	84.30
所有者权益(亿元)	15.42	22.48	36.13	34.38
长期债务(亿元)	13.24	10.47	20.84	20.86
全部债务(亿元)	23.29	28.89	38.85	41.16
营业收入(亿元)	22.47	24.42	45.56	18.20
利润总额(亿元)	1.06	1.81	0.79	0.78
EBITDA(亿元)	3.82	4.63	4.15	--
经营性净现金流(亿元)	4.40	4.21	2.02	1.81
营业利润率(%)	21.47	17.35	10.88	13.95
净资产收益率(%)	4.01	6.82	1.41	--
资产负债率(%)	62.76	60.03	57.23	59.22
全部债务资本化比率(%)	60.16	56.24	51.81	54.49
流动比率(%)	97.70	65.37	100.82	92.57
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	6.24	9.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	2.95	2.09	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.91	2.31	2.08	--

注: 公司 2013 年上半年财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 胡鑫

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广西正润发展集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为广西贺州市重大工业项目的投资实施主体,在地区供发电,铝电子产业的行业地位、经营规模、政府支持等方面具备的综合优势。同时,联合资信也注意到铝电子行业整体不景气,公司业务板块运营不稳定以及盈利能力下降对公司经营和偿债能力带来的不利影响。

随着公司在铝电子产业链的全面布局,公司中长期发展前景良好。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 电力行业进入壁垒高,水电受到国家政策的大力支持。
2. 公司是电力行业中“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。
3. 公司电子铝箔产品技术水平领先,部分规格接近国际先进水平,预计未来有望实现较大的利润贡献。
4. 公司经营活动现金流入量、EBITDA对本期中期票据保障能力较强。

关注

1. 铝电子行业与宏观经济高度相关,宏观经济波动对公司经营产生不利影响。
2. 公司以水力发电为主,电源结构较单一,发电能力受天气因素影响较大;同时,售电业务且因下游客户结构影响,整体盈利能力有所下

降。

3. 公司精铝、水电站等在建项目投资规模较大，建设周期较长，短期内盈利增长存在不确定性。

4. 公司贸易业务波动大，经营稳定性较差。

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、广西正润发展集团有限公司 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广西正润发展集团有限公司（原名“广西贺州投资集团有限公司”，以下简称“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 6 日，公司发布公告：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，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 6 月底，公司拥有 26 家子公司，其中一级子公司 5 家，二级子公司 12 家，三级子公司 9 家。

截至 2012 年底，公司(合并)资产总额 84.47 亿元，所有者权益 36.13 亿元。2012 年公司实现营业收入 45.56 亿元，利润总额 0.79 亿元。

截至 2013 年 6 月底，公司(合并)资产总额 84.30 亿元，所有者权益 34.38 亿元。2013 年 1~6 月，公司实现营业收入 18.20 亿元，利润总额 0.78 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。

二、本期中期票据概况

公司拟注册 4.4 亿元的中期票据，2014 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）拟发行额度 2 亿元，发行期限为“3+2”年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，付息式固定利率品种。偿还方式为每年付息，到期一次性还本。本期中期票据

募集资金将全部用于偿还公司对外银行借款，以调整间接融资比例、优化债务结构。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年三季度以来，随着中央领导层换届完成，在“调结构、转方式”的政策基调和新型城镇化发展战略作用下，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，近四个季度经济增速呈现小幅波动调整态势。根据国家统计局数据初步核算，2013 年上半年中国实现国内生产总值 248009 亿元，同比增长 7.6%，GDP 连续两个季度同比增速回落，一季度同比增长 7.7%，二季度增长 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年上半年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.3%，增速比一季度回落 0.2 个百分点；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）实现主营业务收入 478365.4 亿元，同比增长 11.4%；规模以上工业企业实现利润总额 25836.6 亿元，同比增长 11.1%。

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，对外贸易增速持续下滑。具体而言：①消费平稳增长。2013 年上半年社会消费品零售总额为 110764 亿元，同比名义增长 12.7%，增速比一季度加

快 0.3 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年上半年固定资产投资（不含农户）181318 亿元，同比增长 20.1%，增速比一季度回落 0.8 个百分点，比上年同期回落 0.3 个百分点。③对外贸易增速进一步下滑，贸易顺差持续扩大。2013 年上半年，中国进出口总额为 19977 亿美元，同比增长 8.6%，增速比一季度回落 4.9 个百分点，其中出口金额同比增长 10.4%，增速回落 8.0 个百分点，进口金额同比增长 6.7%，增速回落 1.9 个百分点，贸易顺差达 1079.5 亿美元，较上年同期的 689.2 亿美元显著扩大。

2013 年上半年，中国 CPI 同比增长 2.4%，涨幅与一季度持平，比上年同期回落 0.9 个百分点；从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2013 年上半年中国 PPI 同比下降 2.2%，降幅比一季度扩大 0.5 个百分点，比去年同期扩大 1.6 个百分点；由于受国内外宏观经济增速放缓影响，PPI 呈不断下降趋势。

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 年上半年，中国财政累计收入为 68591 亿元，累计支出为 59714 亿元，同比增长分别为 7.5%和 10.8%，增幅比上年同期下降 4.7 和 10.5 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，教育、医疗卫生、社会保障和就业、节能环保等各方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，4 月 10 日召开的国务院常务会议决定，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。据国家税务总局统计，2013 年 7 月底已确认纳入营改增试点范围

的纳税人 104.26 万户。据测算，此次进一步扩大“营改增”试点，2013 年企业将减轻负担约 1200 亿元。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，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，包括以下六方面：①市政地下管网建设和改造；②污水和生活垃圾处理及再生利用设施建设；③燃气、供热老旧管网改造；④地铁、轻轨等大容量公共交通系统建设；⑤城市配电网建设；⑥生态环境建设。

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；运用公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，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；进一步推进利率市场化改革，自 7 月 20 日起全面放开贷款利率管制；扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用；继续稳步推进金融企业改革；深化外汇管理体制改革。

政府通过盘活存量资金支持结构调整，货币供应量增速回落，信贷结构调整力度加大。2012 年央行两次下调存款准备金率共 1 个百分点后，进入 2013 年市场资金紧张局面尚未改善；至二季度末市场流动性异常紧张，银行间隔夜市场拆借利率虽大幅拉升，但央行未予干涉；截至 2013 年 8 月末，央行未对存款准备金率进行调整。2013 年 6 月末，M₂ 存量达 105.4 万亿，同比增长 14%，高于预期目标 1 个百分点。从信贷数量来看，2013 年 6 月末，人民币贷款余额为 68.1 万亿元，同比增长 14.2%，比年初增加 5.08 万亿元，同比多增 2217 亿元，货币信贷保持合理增长有效支撑实体经济。2013 年上半年，非信贷社会融资规模 5.07 万亿，同比增长 69.7%，其中信托贷款同比增长 258.4%、委托贷款同比增长 130%，社会融资方式多元化进一步凸显。人民币汇率方面，截至 2013 年 6 月末，人民币兑美元汇率中间

价为 6.1787，比上年末升值 1.73%；上半年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。

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。继续促进农业稳定发展，夯实粮食丰收基础，落实“米袋子”省长负责制，加大对重大农业基础设施建设的支持力度，加强耕地保护和高标准农田建设。遏制产能严重过剩行业盲目扩张，以钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业为重点，出台化解产能过剩的政策措施。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”；但从上半年房地产市场运行看，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，房地产调控政策面临更大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，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，其中2013年改造304万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[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；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投资的60%提升至70%。

总体来看，2013年上半年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，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，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并成为经济增长主要推动力量。

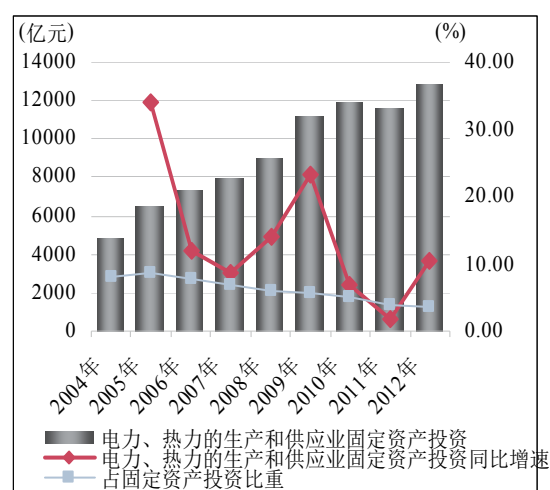
四、行业分析与区域经济环境

公司主要从事水力发电、供电、铝电子产品制造。主要发供电区域以及铝电子工厂在广西贺州市。本部分包括对电力及水利发电行业、铝电子产业链以及广西贺州市区域经济的分析。

1. 电力行业概况

电力投资与建设

图2 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

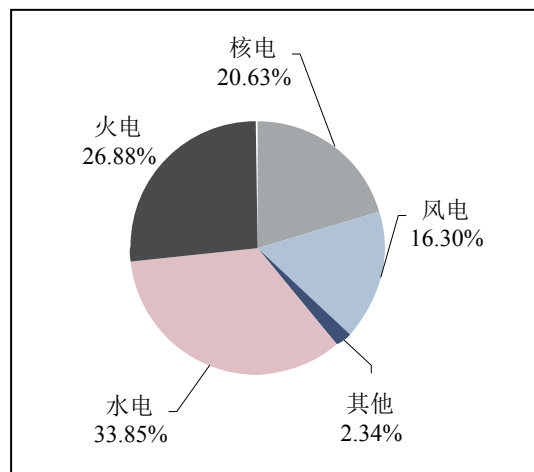
2004~2012年，电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2011年固定资产投资完成额为302396亿元，同比增长23.8%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为11603亿元，同比增长1.8%，为近十年最低值，并远远低于全中国城镇固定资产投资23.80%的增速；占全中国城镇固定资产投资的比重为3.8%。进入2012年以来，电力、热力的生产和供应业固定资产投资增速有所增长，但仍略低于全社会固定资产投资增速，占比进一步下降。具体来看，2012年，全国固定资产投资364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同

期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。

从电源投资来看，近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。尽管2011年中国电源工程建设完成投资规模较上年有所下降，全国电源基本建设完成投资3712亿元，同比下降6.49%，水电、核电、风电投资额所占比重已经达到67.59%，其中，水电940亿元，所占比重为25.32%，与上年同期相比提高3.6个百分点；火电1054亿元，所占比重为28.39%，与上年同期相比降低7.62个百分点；核电740亿元，所占比重为19.94%，与上年同期相比提高2.66个百分点；风电829亿元，所占比重为22.33%，与上年同期相比降低2.14个百分点；2012年，全国电源基本建设完成投资3772亿元，同比下降3.9%。其中，水电完成投资1277亿元，同比增长31.5%；所占比重为33.85%，与上年同期相比提高8.53个百分点。火电完成投资1014亿元，同比下降10.5%；所占比重为26.88%，与上年同期相比下降1.51个百分点。核电完成投资778亿元，同比增长1.8%；所占比重为20.63%，与上年同期相比提高0.69个百分点。风电完成投资615亿元，同比下降31.8%；所占比重为16.30%，与上年同期相比下降6.03个百分点。电源投资结构仍不断优化。2012年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的70.78%，较上年同期提高3.19个百分点。

电网投资方面，长期以来中国电源、电网投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严重不足，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。据统计，“八五”、“九五”期间，中国电网投资仅占电力投资（电源投资与电网投资总和）的13.7%和37.3%。“十五”期间电网投资只占电力投资约30%，远远低于发达国家电网投资占50%以上比重的平均水平。

图3 2012年中国电源投资基本建设结构



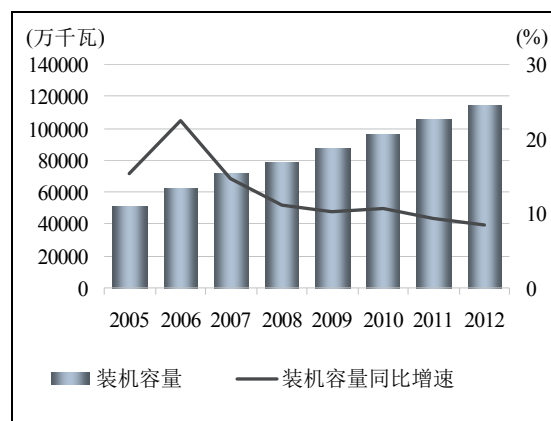
资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

随着农村电网改造升级工程的深入开展、智能电网及特高压电网建设的全面提速，电网投资规模不断扩大。具体来看，2012年全年，电网基本建设完成投资3693亿元，为近三年来的较高水平，同比增长0.2%；占电力基本建设投资完成额的比重为49.47%，与上年同期相比回落0.1个百分点。

装机容量

近年中国发电装机容量增速维持在10%以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。

图4 2005~2012年中国发电装机容量变动情况



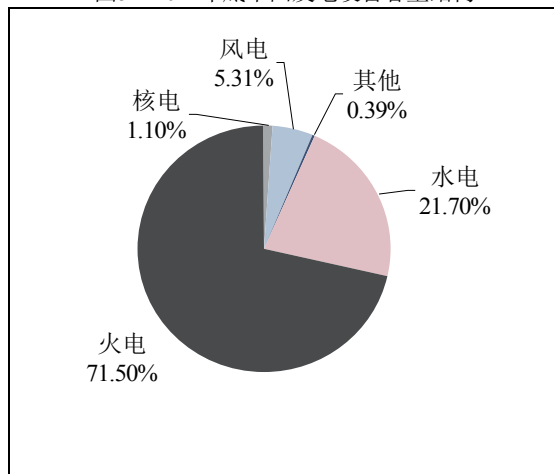
资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

2011年，全国电源装机容量正式投产9000万千瓦，虽然比上年同期少投产127万千瓦，但仍保持在9000万千瓦以上的较高水平；其中，

水电1225万千瓦，比上年同期少投产436万千瓦；火电5886万千瓦，比上年同期多投产14万千瓦；风电1585万千瓦，比上年同期多投产186万千瓦；核电175万千瓦；并网太阳能光伏发电新增169万千瓦。

2012年，全国基建新增发电设备容量8020万千瓦，回落至9000万千瓦以下。其中，水电新增1551万千瓦，火电新增5065万千瓦，并网风电新增1285万千瓦，并网太阳能发电新增119万千瓦。截至2012年底，全国发电装机容量达到114491万千瓦，同比增长7.8%；其中，水电24890万千瓦（含抽水蓄能2031万千瓦），占全部装机容量的21.7%；火电81917万千瓦（含煤电75811万千瓦、气电3827万千瓦），占全部装机容量的71.5%；核电1257万千瓦，并网风电6083万千瓦，并网太阳能发电328万千瓦。总体来看，随着电源投资持续向清洁能源倾斜，全国发电设备装机容量结构也有所改善，清洁能源装机比重上升，截至2012年底，水电、核电、风电、太阳能等清洁能源达到28.5%，比上年提高1.0个百分点。

图5 2012年底中国发电设备容量结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

电力生产与销售状况

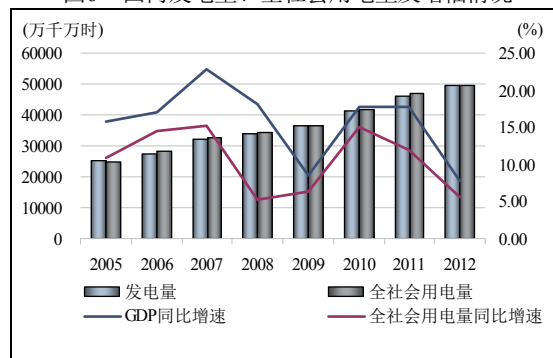
由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发

后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，受电煤供应紧张、电源电网结构失调等因素的影响，全国电力供需总体仍然偏紧。

电力生产方面，2011年全国全口径发电量47217亿千瓦时，比上年增长11.68%。分类型看，水电发电量占全部发电量的14.03%，比上年同期降低2.21个百分点；火电发电量占全部发电量的82.54%，比上年同期提高1.73个百分点；核电、并网风电发电量占全部发电量的比重分别为1.85%和1.55%，比上年同期分别提高0.08个百分点和0.38个百分点。

2012年，全国全口径发电量49774亿千瓦时，比上年增长5.22%。分类型看，水电发电量8641亿千瓦时，同比增长29.3%，占全国发电量的17.4%，比上年提高3.2个百分点；火电发电量39108亿千瓦时，同比增长0.3%，占全国发电量的78.6%，比上年降低3.9个百分点；核电、并网风电发电量为982亿千瓦时和1004亿千瓦时，同比分别增长12.6%和35.5%，占全国发电量的比重分别比上年提高0.1和0.5个百分点。

图6 国内发电量、全社会用电量及增幅情况

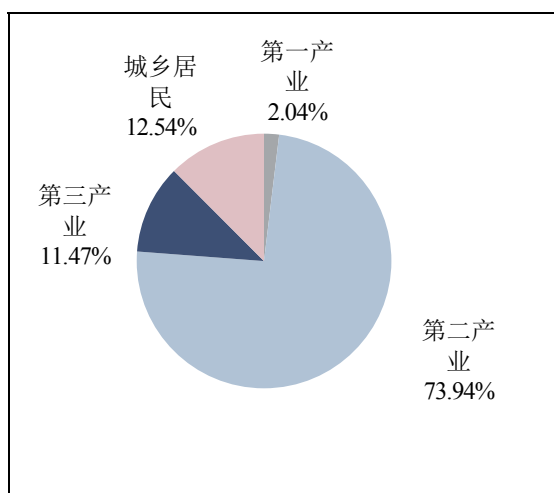


资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

用电市场方面，2011年中国全社会用电量46928亿千瓦时，同比增长11.74%；从用电结构来看，2011年，第一产业用电量1015亿千瓦时，同比增长3.92%，所占比重为2.16%；第二产业用电量35185亿千瓦时，同比增长11.88%，所占

比重为74.98%，仍是拉动全社会用电量增长的主要动力；第三产业用电量5082亿千瓦时，同比增长13.49%，保持较好增长势头，所占比重为10.83%；城乡居民生活用电量5646亿千瓦时，增速放缓至10.84%，所占比重为12.03%。2012年全国全社会用电量49591亿千瓦时，同比增长5.5%，增速比2011年回落6.5个百分点。与GDP增速逐季回落但回落幅度逐季收窄相一致，四个季度全社会用电量同比分别增长6.8%、4.3%、3.6%和7.3%，且11、12月增速连续创2012年以来的月度最高增速，表明前期“稳增长”的政策措施效果逐步显现，经济正逐渐趋稳回升。2012年，第一产业用电量1013亿千瓦时，与上年基本持平；第二产业36669亿千瓦时，同比增长3.9%，四个季度同比分别增长4.5%、2.9%、1.6%和6.7%，第四季度对全社会用电量增长的贡献率超过70%，成为带动全社会用电量增速连续回升的主要动力；第三产业5690亿千瓦时，同比增长11.5%；城乡居民生活6219亿千瓦时，同比增长10.7%。

图7 2012年中国全社会用电结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

从各区域的用电量增长情况来看，2011年，中国东、中、西、东北地区用电分别增长9.6%、12.1%、17.2%和7.9%，中西部用电需求明显快于东部和东北地区，西部地区所有省份用电量增速均高于全国平均水平，东部用电大省对全

国用电带动作用减弱。2012年，西部区域用电量同比增长8.3%，增速持续领先于其他区域，但区域内的重庆、广西、宁夏、四川增速均低于全国平均增长水平；中部区域用电量同比增长5.3%，略低于全国平均增长水平，其中安徽增速为11.5%，而江西、湖北和河南增速均低于4%；东部区域用电量同比增长4.6%，其中海南增速为12.3%，而上海、浙江、河北和天津增速均低于4%；东北区域用电量同比增长2.2%，增速偏低于其他区域，其中吉林和辽宁分别增长1.1%和2.1%。

行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

2. 水力发电行业

水电行业是国家大力发展的产业，相对于其他清洁能源而言，水电成本低、技术成熟，是实现2020年15%非化石能源目标的首选能

源。目前，中国水电行业呈现以下几大行业特点：

行业规模不断扩大

截至 2012 年末，全国水电全口径装机容量为 2.49 亿千瓦，同比增长 7.79%，占总装机容量的 21.76%。水电发电量 8641 亿千瓦时，同比增长 29.3%，占全国发电量的 17.4%，比上年提高 3.2 个百分点。2013 年一季度，水电发电量 1809 亿千瓦时，同比增长 20.4%，增速比上年同期提高 15.2 个百分点。

在经历了 2007-2009 年移民及环保问题导致水电核准速度放缓后，国家发改委在 2010 年后又核准了一大批水电站，其中很多在“十二五”期间进入投产期。2012 年，国家发改委核准了大渡河、金沙江流域 5 个大中型水电项目，项目累计装机达 580 万千瓦，预计累计年发电量将达 247.63 亿千瓦时，动态总投资超过 600 亿元。已上报国务院的可再生能源“十二五”规划更是明确，“十二五”期间，金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等 6 个大型水电基地以及雅鲁藏布江及其他河流将有超过 60 个重点水电站开工建设。由此可见，未来中国水电装机容量将继续增长。

企业效益因来水量波动较大

中国大陆多属季风气候区，河川径流年内、年际分布不均，丰枯季节、丰枯时段流量相差悬殊，水电行业受自然天气影响较大，自然调节能力不好。水电企业的生产经营容易受到自然环境的影响，因此来水情况的好坏，都会影响电力企业发电量情况，进而影响水电企业的盈利。

从近年行业效益对比来看，2011 年，受降雨量下降影响，全国水电行业企业效益较差。2012 年，主要河流来水持续良好，水电利用小时大幅增长。2012 年 1-12 月份，累计水电平均利用小时为 3555 小时，比上年同期增加 536 小时，同比增长 17.8%。

2012 年主汛期的来水改善在增加企业收入的同时，也提升了水电企业的毛利率。2012 年，

水电公司营业收入平均增长 25%，其中，电力收入平均增长 27%，发电量平均增长 23%，售电均价同比增长 3%。2012 年，水电公司综合毛利率平均为 30%，平均上升 4 个百分点，电力业务毛利率 50%，同比上升 7 个百分点，度电折旧平均下降 15%。

区域发展不平衡与配套建设问题凸显

目前中国水电发展区域大多在水资源丰富的西南地区。西南水电基地所处地区经济相对落后，用电负荷较小，与东中部用电负荷中心之间的距离又较远，将大型水电基地所发电力输送到用电量较大的东中部地区成为主要问题。一方面，国家将进一步统筹电源和电网规划，在东中部地区预留水电消纳市场空间的同时，加强特高压电网输送通道的建设。另一方面，未来水电基地梯级开发时序和开发规模将考虑输电容量空间，避免重复建设和资源浪费。

行业关注

水电成本上升

由于物价、人工材料费用的上涨，以及移民费用、环保投资的增加，“十二五”期间的水电造价较“十五”期间增长较大。目前平均造价每单位千瓦大约在 1.5 万元左右，由于当前的水电开发相比以往深入到了更加偏远的地区，造价上升趋势明显，高的每千瓦到了 2 万元。电监会的报告中称，水电工程的决算单位造价在过去五年为 6870 元每千瓦，这比之前的预算造价高出 6.4%，比“十五”期间平均价格高出 19.08%。电监会分析认为，这是由于受征地移民补偿标准提高和物价上涨因素造成的。水电成本的上升，使行业更加关注水电电价改革预期。

水电定价改革预期

受水电进入持续投产期、造价持续提升、跨区送电项目增多等因素影响，现行水电价格形成机制已不能适应水电发展需要。目前，国家发改委正在酝酿水电价格形成机制的重大调整。

近年来，中国水电电价机制主要有标杆电

价、成本加成及落地端倒减三种类型。其中，水电标杆电价与火电标杆电价类似，即在水电丰富区域内实施同一区域统一上网标杆电价。但 2009 年 11 月后，发改委逐渐停止水电标杆电价。成本加成是现在水电定价的主要方法，是按水电投资额及年均发电量等指标单独核定上网电价。由于水电单位千瓦造价不断提高，使以往水电标杆电价难以覆盖成本提高，而成本加成方式不利于投资成本控制。因此，从理顺电价及提高市场化程度角度看，通过受电地区平均电价扣减输电及线损费用的落地端倒推得出的上网电价相对而言更为合理。近期雅砻江水电“锦官电源组”定价形成机制取得突破，成为改革具有标志性意义的事件。

结合 2013 年 5 月 6 日国务院常务会议提出“出台完善水电上网价格形成机制改革方案”，水电电价机制改革有望获得突破。具体来看，就跨区送电大型水电而言，落地端倒推或成为主要定价模式；就当地消纳的中小型水电而言，当地平均电价水平或为主要参考指标，调节性能溢价有望体现；就当地消纳的大型水电而言，根据建设成本进行单独定价或为主要方式；同一流域梯级电站电价有望逐步一致以提高水资源利用效率；老水电电价或将逐步提高以解决移民及环保等历史问题。

行业发展

中国节能减排压力加大，先后出台了《“十二五”节能减排综合性工作方案》、《国家环境保护“十二五”规划》、《“十二五”控制温室气体排放工作方案》、《“十二五”节能减排全民行动实施方案》等多项政策。“十二五”期间中国加大节能减排力度的政策导向十分明显，电力行业中主导的耗能和污染都较大的火电行业地位必将下降，水电被提升到优先发展的地位，未来水电行业建设将加剧，投资机会大幅增加。

2012 年初，中电联再次上调水电规划装机容量，“十二五”规划目标水电装机容量 3.01 亿千瓦，抽水蓄能 4100 万千瓦。到 2020 年水电达到 3.6 亿千瓦，抽水蓄能 6000 万千瓦。与 2010

版规划研究相比，此次规划的十二五水电增加 1700 万千瓦，到 2020 年水电增加 3000 万千瓦，加快水电发展的政策导向进一步明确。

在加大投入的同时，国家已经着手解决区域发展与配套建设、水电定价方面的问题，基于政策支持，未来水电行业预期将获得良好的发展。

3. 铝电子行业

铝电子行业大致为“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。

从全产业链来看，高纯铝经过轧制等多道工序，制成电子铝箔，电子铝箔再经过腐蚀、化成等工艺制成电极箔(腐蚀箔、化成箔)。电极箔是铝电解电容器的主要原材料，电极箔成本平均占铝电解电容器总成本的 70%左右。铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。全球铝电解电容器需求量来以近年平均 10%以上的速度稳步上升。

高纯铝

高纯铝主要用途为电子铝箔，占总用量的 70%左右。另外近年来发现高纯铝在汽车、航空航天、化工、军工等领域也有应用，主要用于制造铝反射镜、磁悬浮体材料，高性能导线、集成电路用键合线等。

目前制造高纯铝主要有两种方法，三层液电解法和偏析法。三层液电解法生产精铝的技术在中国占主流地位，经过近 10 年的技术发展，三层液法的能耗已经大幅度降低，且对原铝的要求不是很高，槽型也在向大型化发展，技术日趋成熟。精铝品位可达 4-5mol/L。但较高的能耗仍是三层液法生产精铝技术发展的主要障碍。偏析法的特点是能耗低，成本低。通过偏析过程和分步提纯可得到不同纯度的精铝，且剩余的铝液均可达到普通品级原铝的要求。

目前中国具有高纯铝生产能力的企业有十家左右，总体市场集中度较高。代表性企业有新疆众和、包头铝业、霍煤鸿骏、山西关铝、

宜都东阳光铝和神火铝业等。其中，包头铝业和新疆众和都具有偏析法生产能力，其余几家均采用三层电解法。预计 2012 年行业总产能达到 15 万吨以上，是 2010 年的 1.5 倍。根据有关资料统计，国内每年高纯铝的缺口在十几万吨左右。相对于传统的初级加工铝锭而言，高纯铝的生产有着较高的产品附加值及利润空间，很多铝厂已把高纯铝项目提上日程。在预计未来市场竞争将会加剧。

表1 中国主要高纯铝生产企业年生产能力列表

主要企业	生产能力(吨)
新疆众和	50000
东阳光	10000
内蒙古新长江矿业	42000
包头铝业	20000
桂海铝业	18000(远期)

资料来源：联合资信整理

电子铝箔

电子铝箔是高纯铝箔，是由精铝（高纯铝）铝锭经热轧成为铝片，再进一步冷轧、退火而成。

电子铝箔行业集中度较高，技术和资金壁垒长期存在，导致相当一段时间内供应增长有限，中高端电子铝箔的市场需求量越来越大。国内从事铝箔业务的有新疆众和，东阳光铝，常铝股份，鲁丰股份等。

日本、韩国是世界上主要生产电子铝箔的国家，随着中国电子元器件产业的高速发展，近年，日、韩等外商积极在中国投资建厂，并不断扩大产能，但多采取在其本国研发、在中国生产的模式，中高端电子铝箔如中高压电极箔及高比容和特殊规格的高档腐蚀箔和化成箔，在国内仍处于研发或小批量生产阶段，大部分依靠进口满足国内需求。

目前，正在进行电子铝箔新建与改扩建的企业有：新疆众和股份有限公司、乳源瑶族自治县东阳光化成箔有限公司、青海西宁瑞合铝箔有限公司、内蒙古霍煤伟豪电子铝箔股份有限公司、河南永城科源电子铝箔有限公司、广

西贺州市桂东电子科技有限公司、内蒙古新长江高新铝业公司等。

随着下游各种消费电器的丰富，电子铝箔也发展出丰富的产品门类，主要产品有普通品中高压电子铝箔，节能灯专用系列电子铝箔、变频器专用系列电子铝箔等等。预测至 2015 年，世界电子铝箔的年需求量将超过 25 万吨，产业发展前景良好。

电极箔

电极箔生产对腐蚀和化成技术要求较高，目前中国大部分电极箔生产企业规模小，且产品档次不高，主要以国内市场为主，部分厂家以自用为主。同国际先进水平相比，中国高比容电极箔在综合质量上尚存在一定的差距。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。上述其他企业主要生产中、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，国内电极箔企业 2012 年平均开机率在 50%左右。但总体来看，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，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料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。有资料显示，新疆众和 2013 年将新增高纯铝 2 万吨，电子铝箔 2 万吨，电极箔 1200 吨；桂东电子 2013 年 1.8 万吨电子铝箔将达产；2015 年化成箔产能将达 2000 万平方米；江海股份 2012 年新增 300 万平方米化成箔产能；2013 年新增 660 万平方米

化成箔产能。

从过往来看，电极箔行业表现出了较强的周期性，需求下滑时会出现产能过剩，而需求景气时又会出现供不应求。例如，2012 年铝电解电容器用铝箔材料市场需求下降、价格下跌，产品销售收入下降，产能发挥不足，开工率仅为 50%左右，单位成本上升，营业收入受到影响。

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。

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。由于日本主要铝电解电容器企业 Nichicon、Rubycon、Chemi-con 等大都集中于受“3.11”日本地震波及的福海及周边地区，多处铝电解电容器工厂的电力和原材料供应短缺。近年来，日本产业纷纷向中国转移，给中国电容器行业带来了更多机遇。同时，2010 年以来，受益于国内家电下乡，以旧换新政策以及城镇化的持续推进，中国家电市场的扩大和升级换代带动了国内铝电解电容器市场的持续繁荣。2008 年中国铝电解电容器的产量约达 800 亿只，2009 年中国铝电解电容器的产量约达 770 亿只，产量下降主要是受全球经济危机的影响，出口量大幅下降，2010 年中国铝电解电容器的产量达到 810 亿只，市场恢复增长，2011 年达 910 亿只。但 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%。受此影响，2012 年电子新材料产品市场需求下滑，价格下跌，全球领先的日本铝电解电容器及其材料企业销售收入下降 20%、净利润大幅下降甚至亏损，全行业发展面临巨大压力。

但另一方面，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一个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，贸易逆差会逐渐缩小。

行业关注

目前，产业链上游的高纯铝，中游的电子铝箔、电极箔产能持续扩大，而下游的消费电子行业受宏观经济影响，恢复缓慢，波动较大。未来，随着产能的不断提高，下游的消化能力仍存在着不确定性。一旦企业开机率出现下滑，产品将难以享受规模效应，高额的人工和电力成本将降低企业的毛利率。

从产品竞争力角度来看，目前国内企业同质化较为严重。空调箔等中低端产品的竞争将日趋白热化。同时，产能的扩张一部分是由于外资将生产线转移至中国企业，在此过程中，国内企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性。

从配套资源来看，铝电子行业需要大量的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。目前，一些企业以上原料大量依赖外购，对产品成本、生产效率提出了挑战。

行业发展

2005年12月2日，国务院批准了《产业结构调整指导目录(2005年本)》，将“高精度铝板、带、箔及高速薄带铸轧生产技术开发与设备制造产业”列为鼓励类产业。铝电子产业链总体具有低耗能，高技术的特点，未来，随着技术的不断发展，铝电子产品的应用领域也在不断扩大，铁路、汽车、新能源、航空航天、智能电网、

新兴移动通信（3G、4G）等多个产业的迅速发展将对行业产品产生大量的市场需求，发展前景广阔。

4. 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。

2012年，贺州全市实现地区生产总值393.86亿元，增长9%；财政收入32亿元，增长20.2%，增速排全自治区第3位；全社会固定资产投资591.6亿元，增长26.9%，连续四年保持每年百亿元增量；规模以上工业总产值301亿元，增长20.7%，增速排全自治区第6位；规模以上工业增加值95.1亿元，增长12.3%。2012年全年全部工业总产值突破400亿元，达到411.3亿元，增长16.1%，荣获自治区工业产业发展优秀奖。

近期，华润循环经济产业示范园区的华润电力(贺州)项目一期2台机组并网发电，华润水泥、华润雪花啤酒相继投产运营，华润循环经济产业示范园区核心产业形成体系；对接广东产业转移的“两广经济合作示范区”建设推进加速；稀土产业园、钨钛锡新材料产业园、新材料示范基地等重大项目相继启动；小型微型企业的通过增加投入，盘活存量，兼并重组等方式做大做强；全市新增规模以上工业企业20家，新增亿元企业9家，发展微型企业631户；碳酸钙产业产值超过50亿元，六大工业园区实现工业总产值270亿元。

2012年，贺州市实现地区生产总值393.86亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。分产业看，第一产业增加值85.37亿元，增长6.0%；第二产业增加值184.09亿元，增长11.0%；第三

产业增加值124.4亿元，增长7.9%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为21.7%、46.7%和31.6%。

图8 贺州市2007-2012年GDP及增速情况

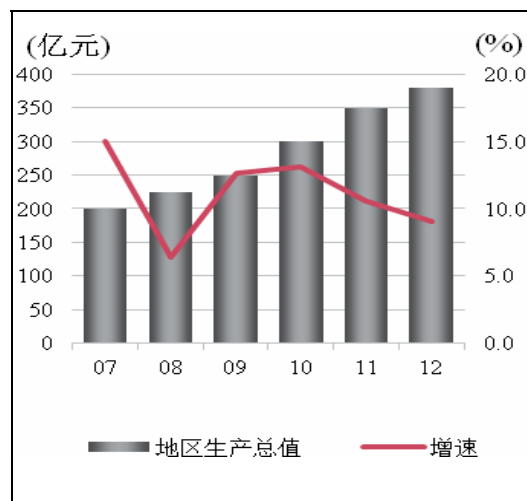
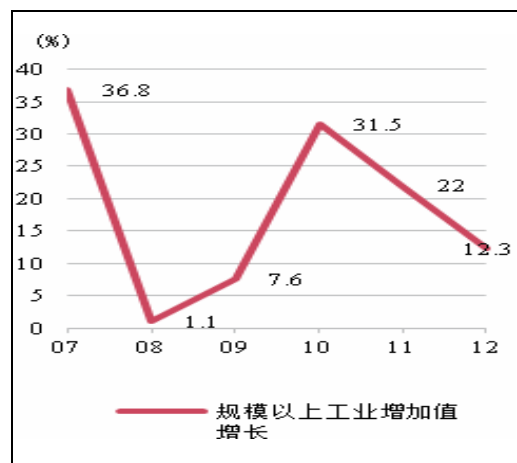


图9 贺州市2007-2012规模以上工业增加值增长情况



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。受国家整体经济环境影响，近三年经济增速有所放缓。从工业产品结构来看，耗电量较高的水泥，钢材等产品增长较快，而有色金属下降明显。工业生产品种整体较为单一。随着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 27 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、永州市等进行互为网间电量交换，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责任公司（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。

3. 人员素质

公司目前公司设董事 6 人，监事 5 人，高级管理人员 6 人。

公司董事长宋洪洲，男，46 岁，高级工程师，西安交通大学毕业，曾在广东省佛山市无线电机三厂、广东省佛山市日丰电子有限公司、广西贺州市宏力电子公司、广西贺州市桂东电子科技有限公司工作任职，2010 年 6 月起在公司任董事、副总经理，2011 年 7 月至今，任公司董事长。

公司副董事长兼总经理秦春楠，法学学士，在职研究生。曾任广西贺州市八步区委副书记，贺州市水利电力局党组书记、局长，2011 年 7 月至今，任公司副董事长、总经理，兼任广西桂东电力股份有限公司党委书记、董事长，钦州永盛石油化工有限公司董事长。

截至 2013 年 6 月底，公司在职人员共有 2860 人，按照岗位划分，管理人员占 22.87%，财务人员占 2.62%，后勤服务人员占 6.05%，工程技术人员占 10.21%，生产人员占 58.25%；按受教育程度划分，硕士及以上占 0.52%，大学（含大专）占 46.37%，高中（含中专）占 47.20%，其他学历占 5.91%；按年龄划分，30 岁（含）以下占 25.28%，31-40 岁（含）占 50.45%，41-50 岁（含）占 16.75%，51 岁以上占 7.52%。

公司高层管理人员具有丰富的行业背景和管理经验，公司员工结构符合生产类企业的特征，能够满足现阶段公司生产经营的需要。

4. 政策优势

国家《铝工业“十二五”发展专项规划》提出，“十二五”期间，铝工业增加值年均增长 12% 以上，产业发展质量和效益明显改善。公司电极箔及其它铝深加工项目符合国家的政策导向。

从广西当地情况看，《广西壮族自治区人民政府关于印发千亿元工业产业和重点工业产业发展实施方案的通知》（桂政发[2008]44 号）中提出“全力打造有色金属产业，建成全国乃至亚洲铝产业基地”的目标。要求“重点发展铝产业。稳步发展氧化铝、大力发展电解铝、铝型材和铝精深加工，限制铝土矿及氧化铝等初级产品外流。”《广西壮族自治区电子信息工业调整和振兴规划》提出，到 2015 年，形成以贺州市、梧州市、玉林市为核心，以承接粤桂合作电子信息工业转移为重点的电子信息产业加工制造业带。重点建设以玉林、贺州、梧州为重点的承接东部电子信息工业转移基地。促进铝材料在电子信息工业的深加工和应用。

5. 资源及技术优势

广西铝土矿资源储量5.14亿多吨，圈定38个堆积型铝土矿预测区和52个沉积型铝土矿预测区，预测铝土矿资源量10.46亿多吨，排名全国第二位。

电力资源方面，桂东电力为公司旗下集发电一体重要子公司，为公司电力需求提供了可靠的保障。贺州是全国第一个“水电电气化市”，水能理论储藏量达107.15万千瓦，已建和在建的大中小水电站有200多座，年发电量达15.33亿千瓦时，建有独立电网。

电极箔的生产主要经过腐蚀和化成两道工艺，槽液配方及流量控制、电源控制都是关键。尤其是高性能中高压腐蚀箔的生产技术难度很高，工艺复杂。桂东电子是国内少有的完全掌握腐蚀箔技术，特别是高压，高比容腐蚀箔技术且能大批量生产的企业。公司还掌握环保型盐酸-硫酸系腐蚀工艺等铬酸腐蚀工艺生产阳极腐蚀箔，经过10多年的发展，积累了丰富的实践经验，形成了完整的技术体系。化成技术方面，公司使用技术含量较高的无机酸化成技术，产品主要适用于高档电容器市场，具有寿命长，低阻抗的特点。

六、公司管理

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，由贺州市国资委作为出资人，行使《公司法》规定的有限责任公司股东会职权。公司按照《公司法》、《企业国有资产法》等法律法规要求和《公司章程》的规定，设立了董事会、监事会和高级管理层，初步构建了符合现代公司治理体制和法人治理结构的管理架构。董事会作为公司法定代表机构和决策机构，对市国资委负责并向其汇报工作，依法自行或经过有关报批手续后决定公司的重大事项。公司董事会由6名董事组成，其中职工董事2人。公司监事会由5名监事组成，其中包括3名股东监事和2名职工代表监

事。

截至2013年6月底，公司本部下设综合管理中心、战略发展中心、计划财务中心、人力资源中心、法务审计中心、市场开拓中心、项目工程中心。

公司采取扁平化管理体制，以减少渠道层级，提高公司决策的实施效率。总体看，公司法人治理结构基本完善，机构设置基本合理。

2. 内部管理

公司在建立健全内部控制制度，实施内部控制管理过程中，充分考虑到内部环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、内部监督等基本要素，逐渐形成了符合自身特点的内控体系，涵盖了财务会计、销售组织、产品研发、人力资源、企业规划等诸多方面的运营管理组织的管理内容。

目前公司建立了包括子公司管理制度、财务管理制度、内部信息管理制度等一系列内部控制制度，并建立了分工合理、职责明确、报告关系清晰的组织结构，明确了所有与风险和内部控制有关部门、岗位、人员的职责和权限。

董事长直接领导，负责公司的财务工作，负责编制、执行财务计划；编制资金计划，监督和控制费用；指导下属全资、控股公司（桂东电力按上市公司的相关规定和其经公司股东会、董事会通过的财务管理制度、内部控制制度执行）的财务工作。公司制定了相应的财务管理制度和成本费用开支控制管理制度，对项目投资和工程项目资金支出制定了相应的资金审批制度。

对控股子公司通过推荐董事、监事、高级管理人员，实现对控股子公司的治理监控（桂东电力由公司提名报国资委和市委组织部审批）。公司通过建立重大经营及财务数据报告等制度，及时准确掌握下属全资和控股子公司经营动态，并建立起年度经营班子业绩考核办法，由公司定期考核。

联合资信同时关注到，目前公司主管财务

工作的高管及会计机构负责人均由公司董事长兼任，治理结构尚有较大改进空间。

总体看，公司建立了基本完善的治理结构和管理机制，但随着公司的发展，现有的内部管理架构和治理水平还有较大的提升空间。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要业务包括电力、中高压电子铝箔、旅游、酒店经营、石油煤炭铁矿石、电力设计咨询、电容器制造（2013 年年初公司收购以生产电容器为主的吉光电子科技有限公司）等七大业务，其中，电力、中高压电子铝箔、石油煤炭铁矿石贸易是最主要的板块。2012 年，上述三大板块分别实现营业收入 11.08 亿元、1.75 亿元和 32.23 亿元，分别占到总收入的 24.32%、3.84%和 70.74%，是公司收入的主要来源。

石油煤炭铁矿石贸易板块取代电力板块成为公司第一大收入来源，占总营业收入比重达到 70.74%，但后续经营稳定性存在较大不确定性；受下游用电结构调整的影响，2012 年工业直供用户用电量减少而趸售用户电量增加，导

致电力销售收入进一步减少，同时电子铝箔产品受下游企业需求萎缩、出口下降等因素影响，订单不足，生产线开工率明显减少，电力板块和中高压电子铝箔板块营业收入均大幅萎缩，2012 年分别实现营业收入 11.08 亿元和 1.75 亿元，分别仅为 2011 年的 78.01%和 46.73%，占 2012 年总营业收入的 24.32%和 3.84%，较 2011 年全年占比下降分别超过 34 个百分点和 12 个百分点。

从各版块毛利率来看，电力方面，2011 年，公司水电厂所处区域来水量同比有所减少且不均匀，外购电量增加导致电力板块毛利率有所下降；2012 年，电力板块营业成本下降，使得该板块毛利率大幅上升，较 2011 年全年毛利率提高 17.21 个百分点。中高压电子板块自 2012 年以来，受下游需求和公司自身经营双重影响，中高压电子铝箔板块出现亏损，2013 年上半年，中高压电子铝箔板块逐步走出行业低迷状态，毛利率显著回升，但仍未恢复至 2011 年之前的水平。石油煤炭铁矿石贸易业务由于受宏观经济和石化产品市场波动的影响，毛利率起伏较大，毛利率呈现逐年下降的态势。

表 2 2010 年~2013 年上半年公司产品主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

板块	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-6 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	140289.09	24.29	62.43	141855.10	20.31	58.09	110795.58	37.50	24.32	57070.26	38.43	31.37
中高压电子铝箔	33100.21	29.34	14.73	37475.58	28.56	15.35	17511.96	-1.68	3.84	15258.09	11.34	8.39
旅游	895.46	36.58	0.40	1293.14	23.67	0.53	1840.36	54.82	0.40	695.71	49.46	0.38
酒店经营	676.92	40.86	0.30	656.31	34.62	0.27	643.50	23.75	0.14	340.42	12.67	0.19
石油煤炭铁矿石贸易	47964.36	7.30	21.34	60622.55	3.34	24.82	322314.43	2.10	70.74	106560.67	1.66	58.57
电力设计咨询	323.46	64.62	0.14	382.49	65.28	0.16	449.28	68.71	0.10	256.09	76.88	0.14
电容器制造										1361.69	-11.88	0.75
其他	1463.91	90.94	0.65	1928.85	63.61	0.79	2051.64	73.27	0.45	408.23	90.91	0.22
合计	224713.42	21.99	100.00	244214.02	17.83	100.00	455606.75	11.19	100.00	181951.16	14.41%	100.00

资料来源：企业提供

注：公司电力板块目前的主要利润来源是控股子公司桂东电力，其核心资产一是电网，二是合面狮电厂，这两项资产不单独核算盈亏，作为一个生产部门处理，各控股水电厂不单独对外供电，电量通过内部电网销售，因此，公司将发供电统一以电力经营项目进行反映发电和供电并没有单独核算其盈亏。

2. 电力板块

公司作为广西地方电力的龙头企业，是全国水利系统行业中厂网合一、网架覆盖面最宽最完整，以110千伏输电线路环网运行、拥有完整统一的发供电一体化体系、电网内发供电相互配套的地方电力企业。

(1) 发电

公司全资下属电厂合面狮电厂位于贺江下游，集雨面积6260平方千米，总库容2.96亿立方米，属季调节水库电站；公司控股的昭平水电厂、巴江口水电厂、下福水电厂位于桂江流域，集雨面积共13170平方千米，为径流电站。此外，公司子公司贺州市民丰实业有限公司旗下拥有小水电装机容量2.15万千瓦。截至2013年6月底，公司水电总装机容量30.40万千瓦，其中权益装机容量25.67万千瓦。电站的发电量在很大程度上受自然气候条件的制约，特别是降雨量的丰欠，对发电量起决定作用。在正常年份，公司的发电量主要受季节性影响，在丰水期（5月~10月）发电量较多，枯水期发电量较少，设计发电量一般能够有效完成。如果在丰水期出现降水特枯或遭遇特大洪水，会减少公司的发电量，进而对公司的盈利能力带来一定影响。

表3 截至2013年6月底各子公司装机规模

经营单位	总装机容量 (万千瓦)	电源类 型	公司权益 (%)	权益装机容量 (万千瓦)
昭平水电厂	6.30	水电	93.00%	5.86
巴江口水电厂	9.00	水电	76.00%	6.84
下福水电厂	4.95	水电	85.12%	4.21
民丰实业公司	2.15	小水电	35.55%	0.76
合面狮电厂	8.00	水电	100%	8.00
合计	30.40	-	-	25.67

资料来源：公司提供

2010~2012年，公司电力板块分别实现营业收入14.03亿元、14.19亿元和11.08亿元。2012年，由于来水量较好，合面狮、昭平、巴江口、下福水电厂全年共完成发电量14.01亿千瓦时，比上年增长50.82%，达到历史最好水平，但由

于区域内高耗能用户用电量减少，导致公司收入出现下滑。

表4 公司近年电力生产经营指标

	2010	2011	2012	13年 1-6月
总发电量（亿千瓦时）	11.34	9.29	14.01	7.90
上网电量（亿千瓦时）	10.73	9.06	13.21	7.36
外购电量（亿千瓦时）	15.88	18.14	8.81	4.56
外购电均价（元/千瓦时）	0.4847	0.4816	0.5332	0.5328
机组平均利用小时数	3670	3096	4676	-
平均上网电价（元/度）	0.421	0.438	0.4585	-
厂用电率（%）	1.42	1.62	1.7	2.18

资料来源：公司提供

注：公司总发电量未包括小水电发电量

从毛利率来看，电力板块三年毛利率分别为24.29%、20.31%和37.50%。公司电力生产经营受天气因素影响较大，天气干旱的情况下，公司自发电量减少，为满足公司客户需求，需增加购买成本较高的外购电，2011年，公司水电厂所处区域来水量同比有所减少且不均匀，导致电力板块毛利率有所下降；进入2012年，电力板块营业成本下降，使得该板块毛利率大幅上升，较2011年全年毛利率提高超过17个百分点。2013年上半年，在二季度进入丰水期后，公司电力板块毛利率得以保持稳定，并较2012年全年有所提高，达到38.43%。

目前，国内还有文山电力、郴电国际等优势企业，仍保持类似的“厂网合一”经营模式。从横向对比来看，子公司桂东电力营业收入规模较小，但得益于水电成本低，毛利率相对占优。文山电力外购电比例较高，导致成本较高，而郴电国际自发电以小水电为主，规模方面相对逊色。从电网建设来看，文山电力目前使用110千伏电网，其控股股东云南电网负责220千伏电网的建设，桂东电力和郴电国际的电网均为110千伏。

表5 2012年“厂网合一”类上市公司对比
(单位: 亿元/亿千瓦时)

	文山电力	桂东电力	郴电国际
营业收入	17.10	11.10	17.13
毛利率	24.48%	37.45%	14.32%
自发电	5.36	14.01	-
财务售电量	45.18	24.21	29.48
外购电	41.28	8.81	-
装机容量	11	25.67	91
远期装机总量	-	36.56	96.3
电网	110 千伏	110 千伏	110 千伏
供电区域	马关、麻栗坡、广南三县、广西、越南	贺州市、梧州市及下辖市县区和有关厂矿、广东省的郁南县、罗定县以及湖南省周边县市	郴州市四县两区(北湖区、苏仙区、宜章县、临武县、汝城县、永兴县)及郴州市城区70%的供电区域

来源: 联合资信整理

注: 桂东电力财务售电量包含小水电

近几年, 国家未发布对“厂网合一”经营模式进行调整的最新文件或规划。如果未来国家电力行业政策实施发生变化, 将可能对公司外部经营环境造成较大影响, 继而影响到公司电力板块的运营和盈利水平。

在建工程方面, 公司正在建设由上程、大田和锦鸡顶三个梯级水电站组成的高水头引水水电站。该工程位于贺江一级支流湖罗河上游末端、贺州市步头镇永和村附近, 总投资1.67亿元, 总装机容量10.326万千瓦, 年发电量2.7493亿千瓦时, 主要在枯水期发电。

目前桂东电力装机容量规模较小, 上程水电站的项目将扩大公司的营业规模, 减少外购电量, 有助于加强公司本身在贺州及周边地区垄断的电网输配优势。

(2) 供电

公司拥有独立经营管理的区域性地方电网。公司所销售电力主要来源于自发电和外购电, 公司外购电力主要从广西电网和华中电网

采购。电力采购后, 在公司电网内经变压、传输、配送等流程, 销售给下游客户。公司供电区域为贺州市下辖的市、县、区和有关厂矿等, 与广西电网、梧州市及其下辖的市、县和广东省的郁南县、罗定县以及湖南省周边县市护卫网间电力电量交换。截至2012年底, 电能输送占各主要市场的份额比例约为: 贺州市下辖的三县两区88.69%, 有关厂矿24.15%, 梧州市及下辖的县市5.30% (其余为广东、湖南相关县市)。公司的供电市场占有率每年都有所波动, 其受影响因素主要包括自有发电厂的来水和发电量情况、用户需求、电力售价接受度以及各区县小水电发电情况等。

公司发电量目前只能满足供电区域内部分供电需求, 公司保持一定的外购电力, 主要来自广西电网。目前, 公司建成桂东电网220千伏输变电工程后, 进一步完善和优化公司电网网架结构, 提高了供电可靠性, 扩大了供电规模。随着泛珠三角合作的进一步深入、广西地区国民经济的持续快速发展, 交通条件的改善以及220千伏输变电工程完工, 公司电网覆盖区域内的电力需求将保持稳定增长, 为公司电力板块的持续发展提供良好的机遇。

受国家产业政策调整的影响, 区域内电力需求不旺, 特别是一些用电大户, 如铸钢企业等用电量大幅减少, 导致公司售电量比2011年同期有所减少。2012年, 公司实现财务售电量24.21亿千瓦时, 同比减少13.79% (财务售电量包括所有网内和网外结算的电量, 也就是自发电量+外购电量+小水电上网电量)。相应的外购电量也比上年大幅减少, 全年外购电量8.81亿千瓦时, 同比减少52.61%。2012年, 公司所处区域来水较好, 公司自发电量大幅增加, 但同时, 随着国家产业政策调整、供电区域大工业用户开工不足等因素导致用电需求下降, 负荷结构不理想。虽然自发电量大幅增加, 毛利率有所提高, 但供电总量比2011年同期有所减少, 加上受用户和用电负荷结构调整的影响, 大工业直供用户 (电价相对较高) 电量较少而

趸售用户（电价相对较低）电量增加，导致公司售电量和售电收入减少，电力业务的收入规模未能实现随自发电增长而增长。

（3）关注

自发电能力不足导致毛利率波动的风险

目前，公司自发电能力在时空分布上还难以满足广西贺州市下辖的市区及周边地区当前电力需求，在需求旺盛时期，公司需要向广西电网等外购电力，由于外购电力业务毛利率较低，导致公司电力毛利率下降。随着贺州市下辖的市区及广西社会经济的快速发展、电力需求上升，供电缺口将加大。如果公司自身发电能力不能较大提升的情况下，将被迫加大外购电的比例，从而使综合毛利率面临波动的风险。

总体看，公司所处的广西贺州及周边地区的经济增长为当地电力需求增长提供了良好保障。随着桂（林）梧（州）、广（州）贺（州）高速公路的建设、贺江复航工程的推进和洛（阳）湛（江）铁路的即将完工，交通条件不断改善，以贺州为中心的区域经济开始高速发展。贺州市自身的电力需求强劲增长和日益融入的广阔的周边电力市场（湖南江永、江华县及广东郁南、罗定县等）共同为电力供应提供了良好的需求环境。桂东电力厂网一体化保证了对区域电力供应的垄断，未来随着自发电机组容量的扩张，业绩将保持稳定增长；公司电力板块毛利率与同业比较优势较大，但容易受自发电量影响而产生波动。

3. 铝电子板块

公司目前已生产的产品包括中高压电子铝箔和铝电解电容器。

公司中高压电子铝箔业务主要集中在其二级子公司-广西贺州市桂东电子科技有限责任公司（以下简称“桂东电子”），是目前生产电极箔的国内主要企业之一。

中高压电子铝箔是电子元器件铝电解电容器阳极专用材料，作用在于承载电荷，占铝电

解电容器生产成本的30%-70%。公司产品主要为节能灯专用系列电子铝箔，变频器专用系列电子铝箔，普通品中、高压电子铝箔。

桂东电子是国家高新技术企业，近年来积极推进中高压电子铝箔相关技术的研发，技术在国内同类产品处于领先水平。主要产品曾获广西壮族自治区科技进步奖三等奖，贺州市科学技术进步奖一等奖、二等奖等荣誉。截至2013年6月末，桂东电子已申请和获得了46项国家专利，其中9项发明专利、37项实用新型专利。

公司电极箔产品采用先集体承包，再分区域承包销售模式，产品主要销售区域有华南区、中西部地区、华东区、还有韩国、香港、印度、日本等地。截至2012年底，桂东电子已拥有20条腐蚀生产线和53条化成生产线，产能年产为腐蚀箔1200万平方米、中高压化成箔1000万平方米。2010年、2011年、2012年分别生产中高压电子铝箔产品518.68万平方米、611.86万平方米和318.7万平方米，分别实现销售收入3.31亿元，3.75亿元和1.75亿元。2010~2011年公司平均增长率较高，2012年公司电子铝箔收入大幅下滑，主要是受宏观经济不景气，下游客户需求减少影响。2012年末，公司生产基本恢复正常，开机率提高。2013年1-6月，电子铝箔实现营业收入1.53亿元，为2012全年的87.43%、2011全年的40.80%，逐步走出行业低迷状态，销售收入较上年有较大幅度回升，但由于产品销售价格仍未恢复，加上折旧费用和财务费用影响，上半年仍处于亏损状态。随着宏观经济的稳健发展，如果产品价格能在未来实现恢复，预期该板块有望扭亏为盈。

从毛利率来看，2010~2012年，电子铝箔板块毛利率整体呈下降趋势，三年分别为29.34%、28.56%和-1.68%。2010~2011年，子公司桂东电子毛利率处于行业中游水平，2012年公司毛利率水平在行业中处于低水平，原因在于当年度扩建工程项目结转，固定资产折旧费增加，同时销售产品价格下滑幅度较大，采购成本依然

保持较高水平。此外，在开工率不足的情况下，为了保持员工的稳定性，人工成本始终维持正常生产水平导致。2013年上半年，该板块毛利率提高至11.34%。

表6 电子铝箔板块主要生产企业毛利率情况

	东阳光铝	新疆众和	桂东电子
2010	25.38%	35.39%	29.34%
2011	21.27%	31.29%	28.56%
2012	31.54%	24.50%	-1.68%

资料来源：联合资信整理

总体看，公司电子铝箔板块具有一定的技术优势，但总体抗风险能力较差，近年盈利能力下滑。目前，公司正在逐步向产业链上下游拓展。公司拟建精铝项目采用国际上成熟的偏析法铝提纯技术。一期工程计划投资5.5亿人民币，建成达产后可实现年产电子铝箔1.8万吨。生产规模的扩大将有利于公司扩大销售收入，减少单位产品成本，增强盈利能力。

铝电解电容器方面，公司业务主要集中在其二级子公司-广西吉光电子科技股份有限公司（以下简称“吉光电子”）。

吉光电子拥有成熟的铝电解电容器生产工艺和高品质铝电解电容器液配方。产品主要创新点包括：工艺引入隐患产品剔除技术，使寿命不足或内部有轻微击穿的产品能够在工厂内部得以区别，杜绝产品在使用中出现早期失效，为客户提供优质的产品；工艺引入工艺配套及电解液验证体系，将“产品质量是设计出来”的理念贯穿整个过程；生产流程改进方面，主要为卷绕、浸渍、装配工序的周转方式的改进，使得产品在上述3个工序周转中不存在破损现象，同时，加速产品流转时间，提升产品质量的一致性。工控节能类铝电解电容器项目是吉光电子的在建项目。项目总投资1.51亿元。

吉光电子的前身是深圳吉光电子有限公司。厂房迁移，管理层调整等对公司业务有一定影响，自2009年以来，吉光电子连续亏损。在收购完成后，一方面公司将调整产品的生产结构，另一方面积极进行去库存处理，但由于

吉光电子生产的产品附加值不高，单位产品的成本偏高，因此该板块的盈利水平仍处于亏损状态。2013年1-6月份，公司实现铝电解电容器收入1361.69万元，营业毛利率为-11.88%

总体看，近期宏观经济的疲弱导致电容器产品下游市场需求乏力，吉光电子能否扭转亏损状况短期内仍存在不确定性。

4. 石油煤炭铁矿石贸易

公司贸易业务主要集中在其孙公司钦州永盛石油化工有限公司（桂东电力子公司，以下简称“钦州永盛”）。钦州永盛拥有成品油批发特许经营权，其主营业务为柴油、汽油、煤油的批发。影响其收入的因素主要是上下游客户的供求关系。

从销售模式来看，2012年商品购销采用现货交割模式，款项收支一般采用银行电汇、银行承兑汇票和国际国内信用证结算。采购商品周期一般在30-45天左右。销售回款周期一般在30-45天左右。

钦州永盛贸易业务发展迅速，营业收入大幅增加，2010-2012年，公司实现石油贸易收入4.80亿元、6.06亿元和28.72亿元贸易业务毛利率明显偏低，且呈逐年下降趋势，三年总体毛利率分别为7.70%、3.34%和2.10%。从2012年收入和成本构成表来看，公司石油化工、煤和铁矿石三种产品毛利率分别为2.81%、1.13%和1.77%。

表7 2012年公司主要贸易产品收入和成本构成
(单位：亿元、%)

品种	收入	成本	毛利率
石油化工	13.17	12.81	2.81
煤	8.06	7.97	1.13
铁矿石	7.49	7.36	1.77
合计	28.72	28.14	2.06

资料来源：企业提供

2012年，贸易业务较上年增长幅度较大，公司将增长原因主要归结为三方面：（1）钦州永盛2012年可使用资金量增加了四倍左右，同时资金的周转率和使用率提高；（2）钦州永盛

本年培育了稳定成熟的上下游客户资源，致业务量放大；（3）钦州永盛2012年营业范围内增加了新的贸易业务种类，如铁矿石、铝土矿和芳烃等。

2013年上半年，公司加强了贸易业务风险防范，对石油、煤炭和铁矿石贸易业务的资金投入进行了调整，导致贸易收入有所萎缩。从上半年收入所占比例来看，贸易收入占比下降较快，虽然对公司整体收入规模有一定影响，但有利于公司稳定增长速度，控制贸易风险。

长期来看，预期公司贸易业务规模将呈现从稳步回调到逐渐恢复的趋势。根据近期大宗商品需求及价格走势来看，公司贸易业务毛利率短期内仍可能保持较低水平。

5. 工业园区开发

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6月，公司共完成对工业园区投资1.81亿元，市财政分别于2011、2012年支付公司基建资金650万元和2580万元，剩余资金政府将进行分期补偿，支付计划尚不能确定。

2013年下半年公司还将对已承担的未建成项目投资约4300万元。

总体看，公司对工业园区的投资规模可控。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。

6. 经营效率

2010~2012年，公司资产总额和所有者权益

年均复合增长率分别为42.83%和53.06%，营业收入年均复合增长42.39%。

2010~2012年，公司销售债权周转次数分别为4.82次、7.99次和6.23次，呈一定的波动态势，2012年公司存货周转次数显著上升，为30.18次，2012年总资产周转次数0.54次。从指标看，公司经营效率适宜。

7. 未来发展

未来，公司将深入通过资源整合、国有资产注入，做强做大企业。巩固既有发、供电主业，致力于多元发展，拓展铝电子、房地产、旅游、能源贸易等产业，增强公司自主创新能力，加快转变发展方式，初步建成以发、供电、铝电子、证券三大产业为支柱，能源贸易、旅游、房地产等产业共同发展的格局，充分发挥国有资本的功能，积极拓展融资渠道，引进战略投资者，进一步做强做大国有资本。

目前，公司主要在建和拟建项目见下表。公司在建项目于2013年、2014年分别拟投资6.78亿元和2.27亿元，拟建项目共计划投资5.45亿元，公司具有一定的资金压力。

从投入效益来看，公司预测：变频节能材料技术改造项目达产后年均生产各类电子铝箔750万平米，预计达产后年收入5.25亿元；电子铝箔一期工程达产后（1.8万吨电子铝光箔），预计年不含税销售收入为7.97亿元；偏析法高纯铝项目建成达产后年产2万吨高纯铝锭，2016年预计实现销售收入4.54亿元；2017年预计销售收入5.68亿元；广西吉光电子科技有限公司工控节能类铝电解电容器项目达产后年生产规模为6.61亿只电容器，预计正常年份销售收入为3.66亿元。公司在建和拟建项目的实施，将有利于进一步提高公司在发供发电和铝电子产业的竞争力。从目前市场行情来看，高纯铝、电子铝光箔等项目将预期将为公司带来较高收益。

表8 公司目前在建投资项目情况（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年已完成投资	2013年拟投资	2014年拟投资	相关批文
上程水电站项目	上程水电站一期工程（大田水电站）装机1.2万千瓦，库容1616万立方米	2012-2014	29155.00	30.00%	15155.00	4000.00	10000.00	桂发改能源[2004]84号
输变电网建设工程	输变电网建设工程	2009-2013	2197.74	100.00%	1617.74	580.00		桂水电（2006）29号
农网改造工程	农村电网改造工程	2009-2014	4200.24	20.00%	2562.24	1000.00	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
八龙办公大楼	办公设施建设	2009-2013	600.00	100.00%	500.00	100.00	0.00	贺发改规【2006】197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	3500.00	5500.00	桂工信节能函【2013】108号
电子铝箔一期工程	建设生产车间厂房，购置主要生产设备，采用先进工艺技术进行生产线建设，配套相应的水、电、汽/气等公共辅助设施。形成年产1.8万吨电子铝箔能力	2011-2013	55000.00	30.00%	1374.07	53625.93	0.00	贺发改工环【2011】564号
产业研发中心	产业研发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	2500.00	6549.60	贺发改投资【2012】550号
110KV田洞头变电站	主变压器容量：2×50MVA	2012-2013	2580.00	100.00%	129.00	2451.00	0.00	《贺州市发展和改革委员会关于大宁田洞头110kV输变电工程项目核准的批复》（贺发改规划【2010】440号）
合计			158238.98		23375.00	67756.93	22687.60	

资料来源：公司提供

表9 公司拟建项目投资情况

项目名称	项目内容	计划建设起止日期	计划投资额	投资进度安排			相关批文
				2013 年	2014 年	2015 年	
广西贺州偏析法高纯铝项目	拟建成年产偏析法高纯铝 2 万吨	2013-2014	25000.00	15000.00	10000.00	0.00	立项中，待批
110KV 石梯输变电工程	1、主变容量：终期 3×63MVA，本期 2×63MVA； 2、110 千伏出线：终期 8 回，本期 4 回，备用 4 回（安装一次电气设备，二次设备暂不安装）； 3、35 千伏出线：终期 12 回，本期 8 回； 4、10 千伏出线：终期 21 回，本期 14 回。	2013	8590.00	8590.00	0.00	0.00	贺发改能源（2013）234 号文批复（项目核准）
110KV 天堂至公会变输电线路	110kV 双回输电线路长 40.5km，线路采用 LGJ-240/30 型导线	2013-2014	2730.42	2500.00	230.42	0.00	《贺州市发展和改革委员会关于同意开展 110kV 公会输变电工程前期工作的批复》贺发改能源【2013】133 号
广西吉光电子科技股份有限公司工控节能类铝电解电容器项目	年产 66120 万只工控节能类铝电解电容器	2013-2016	15149.00	1000.00	8345.00	尚未制定 2015 年投资计划	贺工信投资函【2012】22 号（项目备案）
110KV 河南变电站	主变压器容量：2×50MVA	2013-2014	3053.00	1000.00	2053.00	0.00	《贺州市发展和改革委员会关于贺州市电网改造项目河南 110kV 输变电工程可行性研究报告的批复》贺发改能源【2010】409

							号
合计			54522.42	28090.00	20628.42		

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010~2012 年财务报告经广西汇业会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年上半年财务数据未经审计。以下分析以 2010~2012 年审计报告为主，2013 年上半年财务数据为补充。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 84.47 亿元，所有者权益 36.13 亿元。2012 年公司实现营业收入 45.56 亿元，利润总额 0.79 亿元。

截至 2013 年 6 月底，公司合并资产总额 84.30 亿元，所有者权益 34.38 亿元。2013 年 1~6 月，公司实现营业收入 18.20 亿元，利润总额 0.78 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司合并资产总额快速增长，年均复合增长率为 42.83%。截至 2012 年底，公司合并资产总额为 84.47 亿元，其中流动资产占 28.41%，非流动资产占 71.59%。公司资产构成以非流动资产为主。

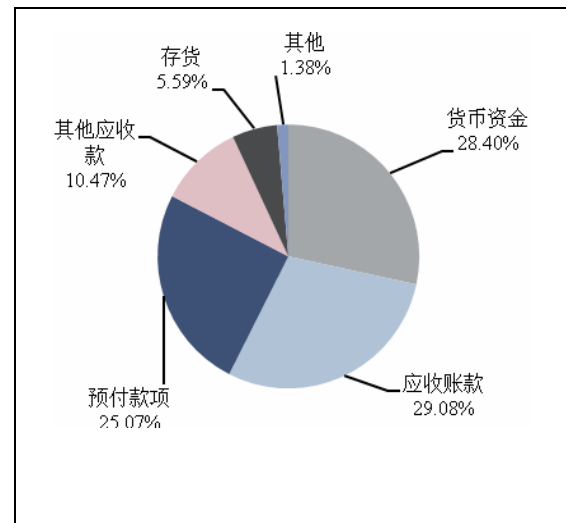
流动资产

2010~2012 年，公司流动资产增长较快，年均复合增长率达到 40.05%。截至 2012 年底，公司流动资产 24.00 亿元，主要以货币资金（占 28.40%）、应收账款（占 29.08%）、预付款项（25.07%）、其它应收款（占 10.47%）为主。公司流动资产结构中，应收账款、预付款项和其他应收款占比较大。

2010~2012 年，公司货币资金不断增长，年均复合增长率为 12.25%。截至 2012 年底，

公司货币资金为 6.81 亿元，其中银行存款占比 76.36%，其他货币资金占比 23.64%，主要为控股桂东电力全资子公司钦州永盛公司开出的信用证和银行承兑汇票，子公司梧州大酒店开出的银承保证金，以及控股子公司桂海铝业公司的贷款保函保证金和欧元信用证保证金。

图 10 2012 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长率为 27.23%。2012 年底应收账款账面价值 6.98 亿元，较上年增长 164.82%，主要原因是桂东燃料有限公司及子公司桂东电力公司子公司钦州永盛石油石油化工有限公司贸易业务大幅增长，期末应收账款大部分为合同业务信用结算期内所致。从应收账款账龄结构看，1 年以内的占 97.71%。整体看，公司应收账款账龄较短，数额较大。应收账款前 5 名单位欠款合计占应收账款的 62.61%，较 2011 年的 29.37%大幅度上升，应收账款集中度较高。

表 10 2012 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
珠海市金电燃料公司	2.07	1 年以内
广西防城港市琛琪贸易有限公司	1.47	1 年以内
山西焦炭团天津仓储有限公司	0.38	1 年以内
广西景裕燃料有限公司	0.29	1 年以内
广西吉光电子科技股份有限公司	0.16	1 年以内
合计	4.37	--

资料来源: 公司审计报告

2010~2012 年, 公司其他应收款年均复合增长 72.00%, 截至 2012 年底, 公司其他应收款净额 2.51 亿元, 较 2011 年上升 27.95%。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”支付工程进度款增加所致。从账龄结构看, 1 年以内的其他应收款占 67.57%, 3 年以上的占 7.16%。公司审计报告未披露其他应收账款坏账准备金额, 其他应收款前 5 名单位合计占 79.33%, 集中度较高。2013 年 1~6 月, 公司其他应收款较上年末增长 18.63%, 净额为 2.98 亿元, 主要是由于公司支付电子生态工业园区“七通一平”款项增加以及新合并了吉光电子报表所致。

表 11 2012 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 年以内
贺州市国土资源局	0.71	1 年以内
玉林市第一建筑公司	0.15	1-2 年内
南宁民福房地产公司	0.10	1 年以内
贺州市移民办公室	0.04	1-5 年
合计	2.00	--

资料来源: 公司审计报告

表 12 2011 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
贺州市土地储备收购中心	0.90	1 年以内
应收进项税额	0.14	1 年以内
南宁民福房地产公司	0.10	1 年以内

贺州市电子生态工业园区	0.06	1 年以内
贺州市移民办公室	0.04	1-5 年
合计	1.25	--

资料来源: 公司审计报告

2010~2012 年, 公司预付款项年均复合增长 201.58%, 截至 2012 年底, 公司预付款项净额 6.02 亿元, 较 2011 年上升 263.54%, 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本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 91.24%, 账龄较短。

表 13 2012 年底公司前 5 名预付账款单位

(单位: 亿元)

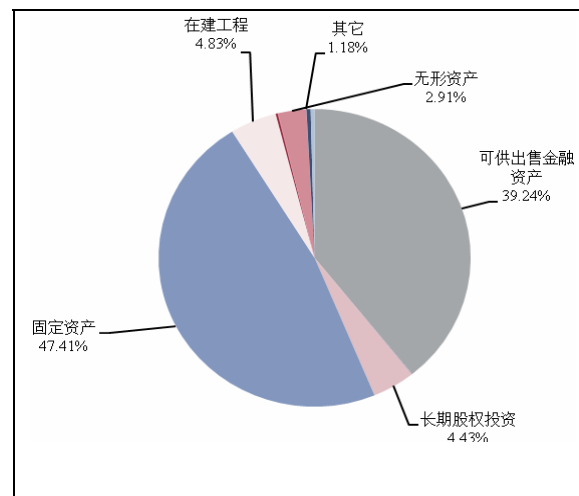
欠款单位名称	欠款金额	账龄
广西防城港润华发展有限公司	2.44	1 年以内
防城港市易成有限公司	1.01	1 年以内
中色科技股份有限公司	0.43	1 年以内
广州博材燃料有限公司	0.37	1 年以内
贺州市国土资源局	0.20	1 年以内
合计	4.45	--

资料来源: 公司年报

总体看, 公司流动资产中, 应收账款、其它应收款比例较高, 流动性一般。

非流动资产

图 11 2012 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至 2012 年底, 公司非流动资产共计

60.47 亿元，较 2011 年底增长 43.95%，主要是因为固定资产和可供出售金融资产增加所致，2012 年底，固定资产和可供出售金融资产占非流动资产比重分别为 47.41%和 39.24%。

2011-2012 年，公司可供出售金融资产增幅较大。2012 年较 2011 年增长 168.83%。主要是子公司桂东电力的参股公司国海证券根据其 2011 年度股东大会审议通过的《关于审议公司 2011 年度利润分配及资本公积转增股本预案的议案》，以 2011 年 12 月 31 日总股本 71678.06 万股为基数，向全体股东每 10 股派发股票股利 13 股并派发现金股利 1.5 元(含税)，同时以资本公积每 10 股转增 2 股，方案实施后公司持股数由 7915.87 万股变更为 19789.67 万股，报告期末根据会计准则相关规定，就该项资产按公允价值变动调整所致。可供出售金融资产占非流动资产比例大，其规模容易受公允价值变动影响，但同时也提高了非流动资产的流动性。

2010~2012 年，公司长期股权投资年均复合增长 22.24%，截至 2012 年底，公司长期股权投资为 2.68 亿元，主要是对桂林银行、贺州胜利电力有限公司等的投资。

截至 2012 年底，公司固定资产原值 41.55 亿元，累计计提折旧 12.88 亿元，账面净值为 28.67 亿元，较 2011 年增长 25.08%，主要是在建工程当年度转入固定资产所致。公司固定资产主要是水电厂大坝，发电设备，输变电设备以及电子铝箔生产线，使用状况良好，期末预计可收回价值高于其账面价值，因而未计提固定资产减值准备。

2012 年底，公司在建工程为 2.92 亿元，主要是上程水电站项目，输变电站及线路施工工程、电子铝箔及铝电解电容器等项目。

截至 2013 年 6 月底，公司资产总额 84.30 亿元，与上年底基本持平。公司 2013 年 6 月底流动资产为 23.94 亿元，占资产总额的比重与 2012 年底基本持平，但存货较 2012 年底有较大幅度增长(72.77%)，主要原因一是由于桂东电子产能恢复；二是吉光电子并入合并报表；

三是桂东燃料购入商品货物量增加所致。非流动资产方面，在建工程有所增长，主要是由于子公司桂海铝业、上程电站项目建设投入增加所致。可供出售金融资产有所减少，整体资产结构较为稳定。

综合看，公司资产结构较为合理，流动资产构成以应收账款、预付账款和其它应收款为主，账龄较短，非流动资产中可供出售金融资产占比较大；整体资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2012 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 53.06%，2012 年底为 36.13 亿元。所有者权益中以股本（占 5.54%）和资本公积（占 44.06%）和少数股东权益（占 50.84%）为主。

2012 年，公司股本由 0.80 亿元上升至 2.00 亿元。主要是国家资本增加 1.2 亿元所致。资本公积 15.92 亿元，较上年增长 72.07%，主要是由于控股子公司桂东电力净资产中的资本公积增加（公司根据现行会计制度按权益法进行的会计处理）。

截至 2013 年 6 月底，公司所有者权益为 34.38 亿元。公司所有者权益仍以股本和资本公积为主。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2010~2012 年，随着经营规模的扩大，公司相应加大了对外融资活动，导致负债总额增长较快，年均复合增长率为 36.39%。截至 2012 年底，公司负债合计 48.34 亿元，其中流动负债占 49.23%。流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期非流动负债等构成。

2010~2012 年，公司短期借款年均复合增长 16.54%。截至 2012 年底，公司短期借款共计 11.74 亿元，其中信用借款、保证借款、抵押借款和质押贷款分别占比 55.28%、35.50%、

4.60%和 5.62%。

2010~2012 年，公司应付票据快速增长，年均复合增长率为 280.31%。截至 2012 年底，应收票据余额较上年增长 384.80%，主要为桂东电力子公司钦州永盛经营规模扩大申请开出的银行承兑汇票增加所致。

截至 2012 年底，公司应付账款余额为 2.14 亿元。从账龄看，一年以内占比 77.04%，1~2 年占比 11.98%。应付账款前五名占总额的 69.17%，集中度略高。

表 14 公司应付账款金额前五名单位情况
(单位: 亿元)

单位名称	金额	账 龄
广西航桂实业公司	0.80	1 年以内
广东振海能源投资有限公司	0.56	1 年以内
南宁市永发隆煤炭有限公司	0.05	1 年以内
新疆众各股份有限公司	0.05	1 年以内
深证市英诺维信电子科技公	0.03	1 年以内
合计	1.48	--

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司应付债券余额 9.87 亿元，是子公司桂东发行的 2011 年第一期、第二期公司债券。

2010~2012 年，公司资产负债率分别为 62.76%、60.03%和 57.23%，呈现逐年下降趋势。2012 年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 36.58%和 51.81%。

2010~2012 年，公司有息债务年均复合增长 29.15%，绝对额增长较快。截至 2012 年底，公司有息债务合计 38.85 亿元，其中短期债务占 46.36%，长期债务占 53.64%，债务结构基本合理。

截至 2013 年 6 月底，公司负债总额为 49.92 亿元，较 2012 年底增长 3.27%，主要是短期借款增长所致。2013 年 6 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 59.22%、54.49%和 37.76%，公司整体债务负担较 2012 年底略有上升。

总体看，公司债务负担一般，负债结构基本合理。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入增长较快，年均复合增长率为 42.39%。2012 年公司实现营业收入 45.56 亿元，较上年增长 86.56%，主要是公司贸易收入大幅增加所致。

2010~2012 年，公司营业成本分别为 17.53 亿元、20.07 亿元和 40.46 亿元。公司营业成本增长较快主要是公司贸易业务增幅较大，导致成本上升所致。公司三年营业成本率分别为 78.02%、82.19%和 88.81%。

随着公司融资规模的扩大，财务费用呈逐年上升趋势。2010~2012 年，财务费用分别为 1.30 亿元、1.52 亿元和 2.07 亿元。2010 年~2012 年，公司整体期间费用占营业收入的比重分别为 12.42%、12.68%和 8.69%，费用管控能力尚可。

2012 年，公司利润总额为 0.79 亿元，其中，营业外收入对利润总额的贡献度大，主要为政府补助和其它收入。公司子公司桂东电力 2012 年获国海证券分红款 1187.38 万元以及公司控股子公司桂江电力、桂海电力收到 CDM 碳减排项目转让减排量指标收入合计 371.66 万美元，对公司整年业绩产生了积极影响。

2010~2012 年，公司营业外收入分别为 991.80 万元、3262.13 万元和 2865.72 万元，对公司的利润贡献度较大。

从盈利指标看，2010~2012 年，公司营业利润率分别为 21.47%、17.35%和 10.88%。公司近年利润率下滑主要原因是中高压电子铝箔和贸易业务的毛利率下降所致。2012 年，公司净资产收益率和总资产收益率分别为 1.41%和 3.33%，分别较 2011 下降 5.41 个百分点 2.70 个百分点。总体看，公司主营业务盈利能力呈下行趋势。

2010~2012 年，公司投资收益分别为-0.17 亿元、0.39 亿元和-0.02 亿元，规模不大，对收

入利润的影响程度小。2011 年，公司处置原子公司桂东房地产公司股权产生了投资收益 1041.97 万元，并取得南宁地产合作项目合作投资收益 2926.34 万元，故最终实现投资收益 3898.69 万元。2012 年，公司按税务局的要求，对桂东房地产股权转让事项进行土地增值税清算，在缴纳土地增值税后，冲减当年股权收益，使得股权投资发生亏损 1383.05 万元，导致当年投资收益为负。2013 年 1-6 月，公司收回原转让桂东房地产公司股权款项，取得投资收益 425.00 万元，剩余 596.74 万元为桂东电力参股的国海证券分红取得的投资收益。

2013 年 1~6 月，由于公司对贸易板块业务进行调整，公司整体收入规模受到一定影响，当期实现营业收入 18.20 亿元，为 2012 全年水平的 39.95%；由于电力和中高压电子铝箔两大板块毛利率的提升以及投资收益的积极贡献，公司利润总额有较大幅度改善，2013 年上半年实现 0.78 亿元，达到 2012 全年水平的 98.74%。

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

2010~2012 年，伴随经营规模的不断扩大，公司经营活动产生的现金流入呈现逐年增长趋势，年均复合增长率为 43.73%。2012 年实现现金流入 53.75 亿元，较上年增长 75.76%，增幅小于营业收入增速（86.56%）。近三年公司现金收入比分别为 109.27%、121.22% 和 108.89%，指标尚可。2010~2012 年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年下降，三年分别为 4.40 亿元、4.21 亿元和 2.02 亿元。总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，收入实现质量尚可。

2010~2012 年，公司投资活动现金流出呈波动中有所增加，年均复合增长率为 13.88%，2012 年为 5.94 亿元。伴随较大规模的投资支出，2010~2012 年，公司投资活动产生的现金流量

净额均为负，公司 2010~2012 年收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金无法覆盖大规模的投资支出。总体看，公司未来资本性支出规模较大，存在外部筹资需求。

2010~2012 年，公司筹资活动现金流入年均复合增长 32.41%，2012 年为 30.65 亿元，其中，取得借款收到的现金 18.79 亿元，规模较大。筹资活动流出方面，2010~2012 年，公司筹资活动产生的现金流出波动增加，年均复合增长 24.90%。2012 年，公司偿还债务支付的现金为 21.75 亿元，分配股利、偿付利息支付的现金为 2.51 亿元。公司筹资活动现金流入流出规模均较大。

2013 年 1~6 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 27.05 亿元和 1.81 亿元，公司现金收入比较 2012 年大幅提高，为 123.01%。2013 年 1~6 月，公司投资活动现金流出为 2.74 亿元，为公司在建项目的后续投资。2013 年 1~6 月，公司筹资活动仍主要为借款，筹资活动产生的现金流净额为 3.28 亿元，筹资规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2012 年，公司流动比率、速动比率显著波动，其中 2011 年分别为 65.37% 和 60.43%，主要原因是公司流动负债增长较快。2012 年公司流动比率和速动比率分别为 100.82% 和 95.19%，有显著的恢复，但总体流动性不强。2010~2012 年，经营活动现金流负债比分别为 35.14%、19.34% 和 8.49%，下降趋势明显。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，但公司拥有一定规模的可供出售金融资产，整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2010~2012 年，公司实现 EBITDA 分别为 3.82 亿元、4.63 亿元和 4.15 亿元。随着有息债务规模的增长，全部债务/EBITDA 逐年上升，2012 年为 9.35 倍，EBITDA/利息倍数逐年下降，2012 年分别为

2.09 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 6 月底，公司对外担保 7670 万元，主要为公司出资人要求公司履行的担保义务。被担保方主要为当地院校，包括广西桂东机电工程学校、广西壮族自治区梧州林业学校、贺州市经济干部管理学校等，公司对外担保比率较低。

截至 2013 年 6 月底，公司在各商业银行共获得的授信总额为 45.10 亿元，其中未使用额度约为 15.43 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。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行基本信用信息报告，截至 2013 年 6 月 30 日，公司未结清信贷记录中有 2 笔关注类流动资金贷款，金额合计 7000.00 万元；已结清信贷记录中有 35 笔关注类流动资金贷款，金额累计 42000.00 万元。上述未结清及已结清的流动资金贷款贷款行均为中国银行贺州支行，根据公司的解释，该笔贷款是公司为星光企业集团向中国银行贺州支行（当时为中国银行梧州支行）贷款提供担保而形成的。2004 年星光企业集团该笔贷款逾期，贺州市政府同意该逾期贷款由公司承接，经公司与中国银行贺州支行协商确定，于 2004 年底双方签订债务承接协议，在减免部分利息后，承接的债务合计 7100 万元，中国银行贺州支行将该笔债务列为关注类贷款处理。随后公司采取按时偿还本息后再续贷的方式使用该笔贷款，但中国银行贺州支行未对贷款类别进行调整，仍然以关注类贷款的形式反映。目前公司正与中国银行贺州支行针对贷款类别调整事宜进行协商沟通，尽快解决上述问题。除以上事项，公司无其他不良债务履约记录。

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。近年来，公司资产收入规模持续增长，综合竞争力稳步提升。贺州电子产业园的逐步开发有助于公司长远发展战略的实现。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。

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度 2 亿元，占 2013 年 6 月底公司全部债务的 4.86%，对公司现有债务影响较小。

以 2013 年 6 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，本期中期票据发行后，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将分别上升至 60.16%、55.66% 和 39.94%，公司负债水平和债务负担都将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于置换公司银行贷款，公司实际债务负担可能低于估算水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2010~2012 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期中期票据偿债倍数加权均值分别为 2.11 倍、20.63 倍和 1.58 倍；2012 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 2.78 亿元、53.75 亿元和 2.02 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 4.15 倍、26.87 倍和 1.01 倍，公司经营活动现金流入对本期中期票据保障能力强。

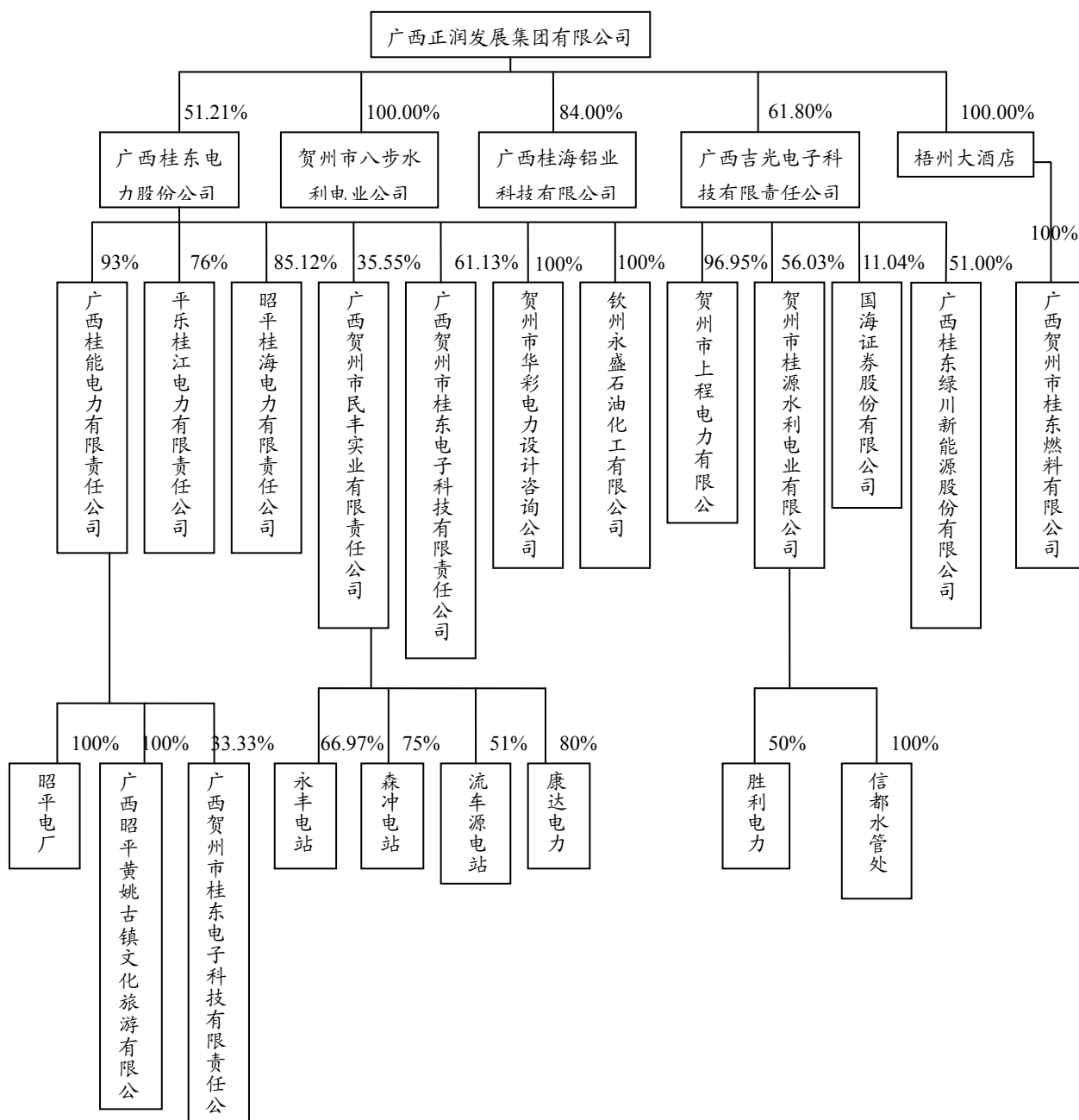
九、结论

水电是国家重点发展的清洁能源，公司旗下桂东电力拥有完整统一的发供电一体化体系，区域垄断优势明显。铝电子行业符合国家

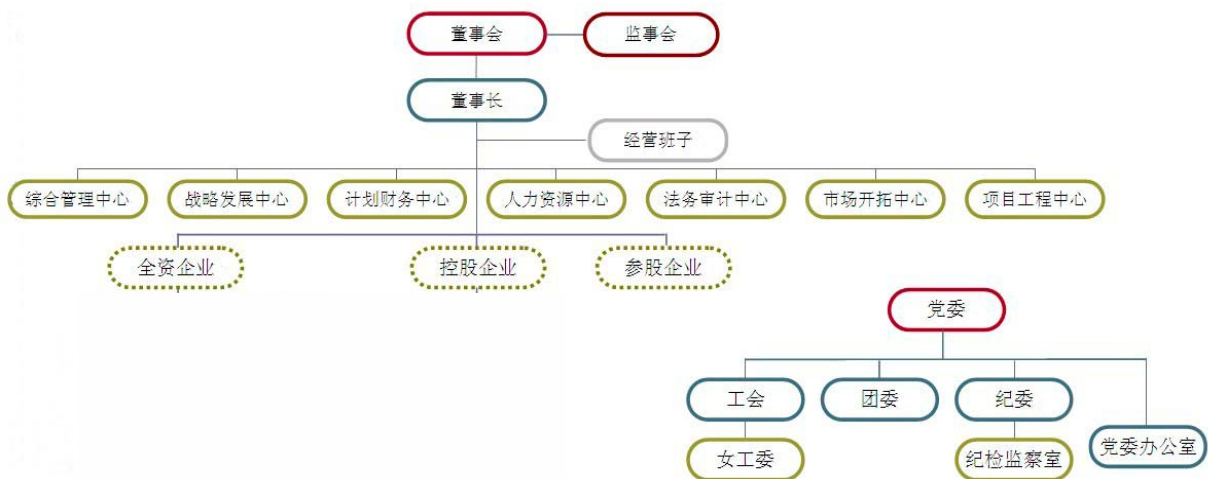
促进产业升，降低能耗的总体思路，公司借助已有优势，向上下游产业链进行业务延伸，未来发展前景良好。公司贸易板块发展迅速，未来盈利能力存在不确定性。除工业投资实体外，公司同时是贺州市电子产业园投融资开发平台，受政府支持力度大，产业园区实际运营后，有望进一步增强公司整体竞争力。

近年来，公司资产与收入规模持续增长，在建项目顺利推进。同时，公司有息债务负担呈加重趋势，公司对外融资需求一定时期内将保持较高水平。未来随着铝电子产业在建项目的逐步建成投产，水电行业总体运行稳健，以及公司在地方供电方面的垄断地位，整体看，公司主体信用风险较低，经营活动现金流规模大，对本期拟发行中期票据覆盖程度良好，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动资产：					
货币资金	54084.01	64873.96	68149.32	12.25	83750.03
交易性金融资产					
应收票据	3527.50	4212.06	3319.30	-3.00	4045.76
应收账款	43118.10	26355.12	69793.62	27.23	48558.36
预付款项	6614.92	16567.67	60164.54	201.58	50092.46
应收利息					
应收股利					
其他应收款	8496.43	19643.90	25134.62	72.00	29816.36
存货	6508.99	10748.10	13407.11	43.52	23163.57
一年内到期的非流动资产					
流动资产合计	122349.96	142400.81	239968.52	40.05	239426.55
非流动资产：					
可供出售金融资产		88261.93	237278.16		204229.40
持有至到期投资	5897.38	191.17	136.15	-84.81	118.05
长期应收款			200.23		200.23
长期股权投资	17945.14	6737.14	26816.31	22.24	26510.62
股权分置流通权	5989.87	5989.87		-100.00	
固定资产	212529.83	229223.36	286718.77	16.15	286824.30
在建工程	26499.36	70009.64	29230.64	5.03	45760.06
工程物资	9693.31	5751.18	1280.46	-63.65	12665.40
固定资产清理		312.72	312.72		312.72
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	11445.67	12007.90	17604.63	24.02	20369.24
开发支出					
商誉	103.36	103.36	103.36		1527.07
合并价差					
长期待摊费用	165.04	573.45	2585.89	295.83	2592.48
递延所得税资产	1454.06	920.78	2453.27	29.89	2485.34
其他非流动资产					
非流动资产合计	291723.02	420082.49	604720.58	43.98	603594.91
资产总计	414072.98	562483.30	844689.10	42.83	843021.46

附件 2-2 合并资产负债表(负债及股东权益)

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 6 月
流动负债:					
短期借款	86420.00	133634.22	117370.00	16.54	169210.00
交易性金融负债					
应付票据	3000.00	8950.00	43389.86	280.31	16109.00
应付账款	11067.31	11048.37	21423.55	39.13	34487.27
预收款项	885.47	1770.85	11393.80	258.71	1421.21
应付职工薪酬	788.10	1012.29	1151.95	20.90	764.51
应交税费	2794.08	-417.69	2901.18	1.90	3229.19
应付利息	151.01	251.90	4438.56	442.16	1980.04
应付股利					
其他应付款	9087.49	19966.95	16594.21	35.13	13762.00
一年内到期的非流动负债	11033.00	41633.00	19348.00	32.43	17685.00
其他流动负债					
流动负债合计	125226.46	217849.90	238011.12	37.86	258648.23
非流动负债:					
长期借款	132421.00	104715.50	109640.75	-9.01	109805.75
应付债券			98712.34		98801.96
长期应付款	551.91	1372.84	337.63	-21.79	335.78
专项应付款					
预计负债					
递延收益	1659.71	2358.96		-100.00	2872.08
递延所得税负债		11377.60	33730.04		28772.72
其他非流动负债			2987.43		
非流动负债合计	134632.61	119824.90	245408.18	35.01	240588.29
负债合计	259859.08	337674.80	483419.30	36.39	499236.52
所有者权益:					
实收资本(或股本)	8000.00	8000.00	20000.00	58.11	20000.00
资本公积	66613.67	92546.23	159248.61	54.62	146298.58
减: 库存股					
盈余公积	8842.08	8842.08	9251.75	2.29	9401.74
未分配利润	-7941.98	-4841.17	-10908.72	-	-9767.36
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	75513.77	104547.13	177591.64	53.36	165932.97
少数股东权益	78700.13	120261.37	183678.16	52.77	177851.97
所有者权益合计	154213.90	224808.50	361269.80	53.06	343784.94
负债和所有者权益总计	414072.98	562483.30	844689.10	42.83	843021.46

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~6 月
一、营业收入	224713.42	244214.02	455606.75	42.39	181951.16
减: 营业成本	175292.41	200669.77	404621.64	51.93	155728.48
营业税金及附加	1184.68	1178.80	1395.59	8.54	845.15
销售费用	1832.28	2014.71	1542.11	-8.26	654.78
管理费用	12353.26	16260.19	17355.24	18.53	8360.90
财务费用	13009.44	15237.13	20686.09	26.10	11693.91
资产减值损失	708.79	-2554.47	1889.38	63.27	-864.96
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-1733.18	3898.69	-223.25	-	1021.74
汇兑收益					
二、营业利润	18599.38	15306.59	7893.45	-34.85	6554.63
加: 营业外收入	991.80	3262.13	2865.72	69.98	1762.06
减: 营业外支出	8988.55	447.20	2820.26	-43.99	512.98
三、利润总额	10602.63	18121.52	7938.91	-13.47	7803.71
减: 所得税费用	4411.77	2787.44	2831.55	-19.89	1643.45
四、净利润	6190.86	15334.09	5107.36	-9.17	6160.25
其中: 归属于母公司的净利润	-3284.56	8594.86	-2002.29	-	1291.85
少数股东损益	9475.42	6739.22	7109.65	-13.38	4868.40

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率	2013 年 1~6 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	245542.98	296030.27	496093.27	42.14	223816.90
收到的税费返还		447.44	518.81		52.33
收到其他与经营活动有关的现金	14620.07	9321.09	40856.22	67.17	46666.12
经营活动现金流入小计	260163.06	305798.80	537468.30	43.73	270535.35
购买商品、接受劳务支付的现金	163929.83	216856.01	440230.77	63.87	191215.57
支付给职工以及为职工支付的现金	21383.03	21768.07	23895.65	5.71	13318.03
支付的各项税费	16940.16	17282.03	19983.94	8.61	9969.98
支付其他与经营活动有关的现金	13901.40	7759.24	33143.15	54.41	37916.34
经营活动现金流出小计	216154.43	263665.35	517253.51	54.69	252419.92
经营活动产生的现金流量净额	44008.63	42133.45	20214.79	-32.23	18115.44
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	14896.85	4191.21	1110.40	-72.70	
取得投资收益收到的现金	2845.80	3386.89	1084.68	-38.26	1263.98
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净	76.32	1405.23	62.30	-9.65	1.63
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	2217.35		442.73	-55.32	
投资活动现金流入小计	20036.32	8983.33	2700.11	-63.29	1265.61
购建固定资产、无形资产等支付的现金	28163.40	61544.96	41853.09	21.90	24800.99
投资支付的现金	7802.24	1108.41	17577.40	50.10	2617.61
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	9857.69			-100.00	
投资活动现金流出小计	45823.33	62653.37	59430.49	13.88	27418.60
投资活动产生的现金流量净额	-25787.02	-53670.04	-56730.38	-	-26152.99
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	45516.05	14014.00	16350.00	-40.07	4130.00
取得借款收到的现金	129064.49	173484.72	187939.76	20.67	124940.00
发行债券收到的现金	256.51		98600.00	1860.57	
收到其他与筹资活动有关的现金		666.92	3658.99		1486.16
筹资活动现金流入小计	174837.05	188165.64	306548.75	32.41	130556.16
偿还债务支付的现金	150393.00	138523.00	217471.94	20.25	75532.12
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19247.10	26864.81	25075.90	14.14	19598.78
支付其他与筹资活动有关的现金	1523.36	438.26	24466.07	300.76	2611.19
筹资活动现金流出小计	171163.46	165826.06	267013.91	24.90	97742.08
筹资活动产生的现金流量净额	3673.59	22339.58	39534.84	228.05	32814.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-9.51	-13.05	256.11		-15.29
五、现金及现金等价物净增加额	21885.69	10789.94	3275.36	-61.31	24761.23
加: 期初现金及现金等价物余额	32198.32	54084.01	64873.96	41.94	56488.80
六、期末现金及现金等价物余额	54084.01	64873.96	68149.32	12.25	81250.03

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	6190.86	15334.09	5107.36
加: 资产减值准备	708.79	-2554.47	1889.38
固定资产折旧及其他	11318.18	11875.48	12910.75
无形资产摊销	1937.53	512.10	403.51
长期待摊费用摊销	32.32	115.87	417.23
处置固定资产、无形资产等损失	-25.82	-759.67	-0.32
固定资产报废损失	8569.16	70.72	89.28
公允价值变动损失			
财务费用	13160.44	15489.02	20686.09
投资损失	1733.18	-3898.69	223.25
递延所得税资产减少	100.11	533.28	-1532.49
递延所得税负债增加			15602.65
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-2778.89	-4270.81	-2659.01
经营性应收项目的减少	2867.26	-5021.80	-91633.34
经营性应付项目的增加	195.49	14708.32	58710.44
其他			
经营活动产生的现金流量净额	44008.63	42133.45	20214.79
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	54084.01	64873.96	68149.32
减: 现金的期初余额	32198.32	54084.01	64873.96
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	21885.69	10789.94	3275.36

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	4.82	7.99	6.23	6.48	--
存货周转次数(次)	26.93	18.67	30.18	26.08	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.43	0.54	0.51	--
现金收入比(%)	109.27	121.22	108.89	112.66	123.01
盈利能力					
营业利润率(%)	21.47	17.35	10.88	14.94	13.95
总资本收益率(%)	5.29	6.03	3.33	4.53	--
净资产收益率(%)	4.01	6.82	1.41	3.56	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	46.20	31.78	36.58	37.06	37.76
全部债务资本化比率(%)	60.16	56.24	51.81	54.81	54.49
资产负债率(%)	62.76	60.03	57.23	59.18	59.22
偿债能力					
流动比率(%)	97.70	65.37	100.82	89.56	92.57
速动比率(%)	92.51	60.43	95.19	84.23	83.61
经营现金流动负债比(%)	35.14	19.34	8.49	17.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	2.95	2.09	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.10	6.24	9.35	7.77	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.08	-0.04	-0.09	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.28	-0.74	-1.84	-0.89	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.91	2.31	2.08	2.11	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.01	15.29	26.87	20.63	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.20	2.11	1.01	1.58	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.91	-0.58	-1.83	-0.90	--

注：公司 2013 年上半年财务数据未经审计。

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	(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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
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的定义

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，中长期债券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

主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级。

联合资信评估有限公司关于 广西正润发展集团有限公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广西正润发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广西正润发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，广西正润发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广西正润发展集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广西正润发展集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广西正润发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广西正润发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。

