

广西投资集团有限公司公开发行 2020 年可续期公 司债券（第一期）、公开发行 2021 年公司债券 （第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：侯一甲 yjhou@ccxi.com.cn

项目组成员：王 昭 zhwang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 25 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1527号

广西投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 桂投 Y1”和“21 桂投 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

评级观点：中诚信国际维持广西投资集团有限公司（以下简称“广投集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 桂投 Y1”和“21 桂投 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了广西持续增强的区域经济实力、公司业务多元化、具有很强的区域市场竞争优势以及有力的政府支持等因素对公司未来发展的积极作用；同时中诚信国际也关注到公司财务杠杆偏高、短期债务偿还压力较大以及金投集团业务风险有待进一步化解等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

广投集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	4,312.15	4,908.99	5,976.57	6,250.17
所有者权益合计（亿元）	819.80	829.15	1,012.61	1,049.61
总负债（亿元）	3,492.34	4,079.85	4,963.96	5,200.56
总债务（亿元）	1,591.08	1,697.28	2,018.74	2,062.66
营业总收入（亿元）	1,538.91	1,800.42	1,911.85	468.84
净利润（亿元）	28.53	29.56	28.06	12.97
EBITDA（亿元）	114.85	114.56	125.73	--
经营活动净现金流（亿元）	-178.63	282.24	32.54	-27.84
资产负债率(%)	80.99	83.11	83.06	83.21
广投集团（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	593.53	725.90	850.32	874.47
所有者权益合计（亿元）	240.13	360.90	380.09	406.41
总负债（亿元）	353.39	365.00	470.23	468.06
总债务（亿元）	291.33	330.74	421.19	422.17
营业总收入（亿元）	2.40	3.03	4.96	1.37
净利润（亿元）	10.30	1.83	5.06	0.78
EBITDA（亿元）	24.10	16.04	20.64	--
经营活动净现金流（亿元）	17.34	-28.32	17.39	-13.97
资产负债率(%)	59.54	50.28	55.30	53.53

注：1、根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、为准确计算债务，将合并口径下其他应付款和其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款中带息部分计入长期债务；3、为准确计算债务，将母公司口径下其他流动负债中的带息部分计入短期债务；4、公司未提供 2021 年一季度合并及母公司口径现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

■ 区域经济实力持续提升，为公司发展提供了良好的外部环境。

2020 年广西实现地区生产总值 22,156.69 亿元，较 2019 年增长 3.7%；同期，广西固定资产投资较 2019 年增长 4.2%。持续提升的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。

同行业比较

2020 年部分同区域同类型企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率(%)	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
广西投资集团有限公司	5,976.57	1,012.61	83.06	1,911.85	28.06	32.54
广西北部湾投资集团有限公司	2,234.42	786.14	64.82	534.15	21.16	52.54

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 桂投 Y1	AAA	AAA	2020/06/10	10.00	10.00	2020/04/16~2023/04/16	续期选择权、调整票面利率、赎回
21 桂投 01	AAA	AAA	2021/01/15	9.00	9.00	2021/01/25~2026/01/25	回售、调整票面利率

■ **公司业务多元化，具有很强的区域市场竞争优势。**公司业务涵盖金融、能源、铝业、医药医疗健康和数字业务板块等，较为多元化；其中公司在能源和铝业资源条件、区域市场竞争地位、产业链建设方面均具有很强的竞争优势，是广西地方最大的铝业和能源集团；2020 年入围世界 500 强，实力雄厚。

■ **有力的政府支持。**公司作为广西自治区最重要的产业投资和国有资产经营主体，得到了自治区在资产划转和资金等方面的有力支持，公司资本实力持续增强；截至 2020 年末，公司总资产、所有者权益分别增长至 5,976.57 亿元、1,012.61 亿元。

关注

■ **财务杠杆偏高，短期债务偿还压力较大。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.21% 和 66.28%，财务杠杆偏高；同期末公司短期债务为 764.07 亿元，短期偿债压力较大。

■ **金投集团业务风险有待进一步化解。**广西金融投资集团有限公司（以下简称“金投集团”）主要客户对象为中小微企业，近年来中小微企业经营压力增大，虽然金投集团对传统的小贷业务规模进行了大幅度压缩，担保业务结构有所优化调整，但是小贷、担保等业务仍存在一定的信用风险，存量业务风险有待进一步化解。

评级展望

中诚信国际认为，广西投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；铝产品、能源、金融板块受行业影响，利润水平大幅下降；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，“20 桂投 Y1”和“21 桂投 01”募集资金已按计划投入使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏

观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度

增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

广西区域经济财政实力持续提升，固定资产投资保持较快增速，为公司发展提供了良好的外部环境

近年来，广西依托自身资源优势，大力发展基础农业、资源型工业以及旅游业，实现经济稳步发展。2020年，广西实现地区生产总值（GDP）22,156.69亿元，较2019年增长3.7%，增速有所下降。其中，第一产业增加值3,555.82亿元，增长5.0%；第二产业增加值7,108.49亿元，增长2.2%；第三产业增加值11,492.38亿元，增长4.2%。第一、二、三产业增加值占地区生产总值的比重分别为16.0%、32.1%和51.9%。2020年，广西固定资产投资较2019年增长4.2%。其中，第一产业投资增长9.9%；第二产业投资增长9.4%，其中工业投资增长7.7%；第三产业投资增长2.6%。基础设施投资增长12.9%。

2020年，广西全部工业增加值比上年增长1.2%。规模以上工业增加值增长1.2%。在规模以上工业中，分经济类型看，国有控股企业增加值增长2.2%；股份制企业增长3.7%，外商及港澳台商投资企业下降5.8%；非公有工业企业增长0.6%。分门类看，采矿业下降6.4%，制造业增长0.9%，电力热力燃气及水生产和供应业增长5.5%。

财政方面，广西2018~2020年的一般公共预算收入分别为1,681.48亿元、1,811.89亿元和1,716.94亿元，税收占比均在63%以上；其中，2020年受疫情影响一般公共预算收入同比下降5.2%，同期，广西实现政府性基金预算收入1,938.97亿元，较上年

增长14.1%，增幅较高主要系区域内房地产市场活跃带动国有土地使用权出让收入快速增长；其中，2020年全区国有土地使用权收入1,826.89亿元，同比增长16.6%。

中诚信国际认为，广西区域经济发展保持较快增速，固定资产投资增速较快，财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

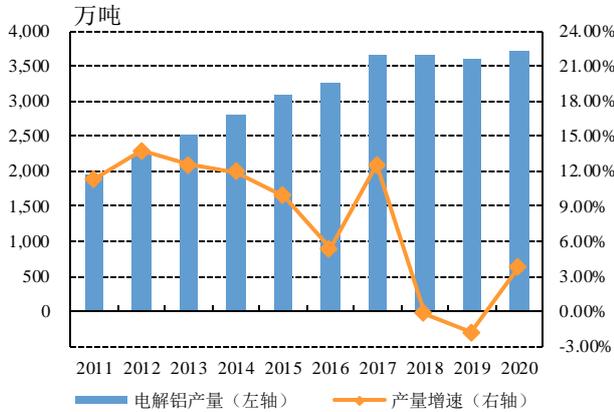
2020年以来，国内电解铝供应格局逐步优化，产能天花板稳固；价格呈现深“V”态势，成本中枢下移令行业利润向电解铝集中，整体盈利能力大幅提升

经过近几年供给侧结构性改革，我国电解铝产能无序扩张得以控制，中长期总产能上限约4,500万吨，产能天花板较为稳固。随着违规产能陆续关停，2018年以来我国电解铝建成产能整体有所下降。且受环保政策趋严以及重点地区减煤政策的推行影响，新建电解铝产能逐步向云南、四川等清洁能源富集和低电价区域转移，清洁能源水电铝一体化的发展思路正逐步替代原有的煤电铝一体化，产业供给格局逐步优化。截至2020年末，我国电解铝总产能同比增长132万吨/年至4,232万吨/年；其中运行产能同比增加290.9万吨/年，开工率升至90%以上。从产能分布来看，山东和新疆仍为我国最主要的两个电解铝生产区域，2020年上述两区域产能合计占比为36%。2021年2月，内蒙古自治区发展改革委和工信厅发布《关于调整部分行业电价政策和电力市场交易政策的通知》（简称“双控”），或对该地区电解铝企业的生产产生一定影响。中诚信国际关注到，在“碳达峰”、“碳中和”的政策背景之下，随着各地对碳排放约束增加，电解铝作为高能耗、高排放行业，其产能扩张及生产经营或面临更多政策阻力，需对新建项目投产以及产能转移情况保持关注。

产量方面，2020年初虽然疫情对铝价形成短暂压力，但二季度以来随需求复苏，铝价持续回升；电解铝企业在高利润驱动下，停产产能陆续复产，

开工率持续上升，受益于此，全年我国电解铝产量同比增加3.81%至3,730万吨。

图 1：近年来我国电解铝产量及增速情况



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

从消费结构看，铝下游应用广泛，其中建筑行业、电子电力以及交通运输行业对铝需求规模较大。建筑行业方面，2020 年疫情影响下国内房地产市场整体表现尚可，行业投资额保持正增长，全年全国房地产开发投资增速为 7.00%，同比下降 2.90 个百分点。电子电力行业方面，2020 年我国电网基本建设投资完成额同比下降 6.20%，受益于特高压项目投资力度加大，降幅同比收窄 3.40 个百分点；主要 3C 产品产量维持正增长。汽车行业方面，2020 年初疫情对汽车行业生产和需求均产生较大冲击，但受益于各级政府出台的多项支持政策，全年汽车产量降幅已经收窄至 2.00% 以内。此外，口罩、药用铝箔、防洪板用铝等新兴产业用铝量均有所增长，补库及投机囤货亦有所增加。综合上述因素，虽然 2020 年一季度疫情对我国电解铝消费产生较大影响，但二季度以来随着传统行业消费的复苏，电解铝需求回暖，全年我国电解铝消费量同比增长 4.71% 至 3,835 万吨。综合进出口数据后，同期我国电解铝市场短缺 7 万吨。

图 2：近年来我国铝下游增速情况



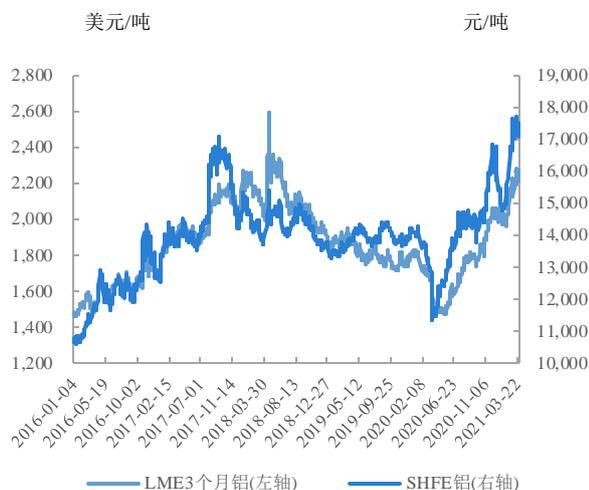
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

电解铝价格方面，2020 年初，疫情在国内外全面爆发，对有色金属生产、下游需求以及物流运输等均产生较大影响，伦铝快速下滑；3 月原油价格暴跌更使得恐慌情绪迅速蔓延，伦铝再度大幅跳水，并于 4 月初跌至近三年低点。4 月中下旬以来，随着全球经济刺激政策的推行，需求持续改善，伦铝价格快速回升。同期，沪铝走势与伦铝基本一致，但二季度以来受益于国内复工复产的快速推进，需求大幅回升，铝锭库存持续下降，沪铝走势整体强于伦铝。截至 2020 年末，LME 三月期铝收于 1,980.50 美元/吨，同比上涨 9.80%；全年 LME 三月期铝平均价为 1,728.00 美元/吨，同比下跌 4.70%。同期末，沪铝主力连续合约收于 15,460 元/吨，同比上涨 3.83%；全年 SHFE 现货铝和三个月期铝平均价格分别为 14,112 元/吨和 13,807 元/吨，同比分别上涨 1.40% 和下跌 0.50%。

2021 年初，由于下游消费进入淡季，加之进口铝锭大幅增加，沪铝价格承压下行，伦铝亦呈同趋势变动；但二月以来，由于国内铝锭累库不及预期、内蒙古地区计划实行能耗“双控”以及美联储维持宽松的货币政策，国内外铝价恢复上涨态势。截至 2021 年 3 月末，LME 三月期铝收于 2,212.50 美元/吨，较年初上涨 9.75%；同期末，沪铝主力合约收于 17,155 元/吨，较年初上涨 11.18%；一季度 LME 三月期铝及沪铝主力合约平均价格同比涨幅均超 20%。而由于氧化铝价格持续低迷，电解铝成本中枢下移且其价格远高于行业含税加权平均成本平

均值，铝行业利润逐步向电解铝集中，行业盈利能力大幅改善。

图 3：近年来 LME3 月期铝和 SHFE 铝价格



资料来源：安泰科，中诚信国际整理

中诚信国际认为，虽然 2020 年初疫情对铝行业上下游均产生较大影响，但受益于国内复工复产的推进以及全球经济刺激政策的推行，铝价自二季度以来快速回升，行业盈利状况大幅改善。但长期来看，全球经济增长仍承压，且需关注碳排放相关政策对行业生产经营产生的影响。

2020 年以来，火电装机增速继续保持较低水平，机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降，叠加目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。未来在国家节能减排、控煤电¹等大背景下，火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，2019 年以来，受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响，全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中，水资源

丰富的西南地区的火电运营形势严峻，在煤炭价格回落的情况下，较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产，在用电需求低速增长的情况下，全国火电设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，使得 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，加之目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

2020 年以来，西南区域丰水期间仍存在一定供需矛盾问题，但电价让利幅度持续收窄。预计未来水电装机将保持一定增速，但大型水电集中投产以及外送建设进度或将影响水电机组利用效率的进一步提升

随着大型水电机组于“十二五”期间陆续投产，剩余待开发水电大多项目开发条件和经济性较差，

看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

¹ 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内；同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角度来

我国水电装机增速持续下降；2020年以来，乌东德和白鹤滩等大型水电站已逐步进入投产期，带动年末我国水电装机增速大幅回升，预计未来短期内我国水电装机将保持一定增速。

用电需求方面，近年来，受益于消纳政策效用的不断显现，水电利用小时数整体呈上升态势。但2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且随着大型水电站进入集中投产期，外送通道建设及省间壁垒等问题仍得不到有效解决，西南水电消纳的持续改善仍有较大压力。

电价方面，近年来水电企业标杆上网电价受电价政策影响不大，受市场化交易让利幅度收窄等因素影响，行业内企业平均上网电价整体呈现回升态势。未来市场化程度的进一步放开仍将会给水电企业的上网电价造成一定下行压力，但由于水电电价水平较低，其在市场化交易中仍具有较大竞争力。

中诚信国际认为，未来随着大型水电逐步进入投产期，短期内我国水电装机将保持一定增速。2020年以来，西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题，且大型水电集中投产以及外送建设进度相对滞后等因素，将使得西南水电消纳的持续改善仍面临较大压力。目前水电电价让利幅度已有所收窄，未来电价进一步大幅下降可能性较小。

氧化铝、电解铝产量均小幅下降，铝深加工产品结构持续调整，但公司铝产品贸易收入占比较高，盈利能力仍偏弱

铝产品业务仍为公司的主导产业之一，运营主体主要为下属子公司广西华银铝业有限公司（以下简称“华银铝业”）和广西投资集团银海铝业有限公司（以下简称“银海铝业”）。其中，华银

铝业主要经营铝土矿资源和氧化铝产品的生产和投资；银海铝业主要经营电解铝生产、铝材加工和相关产品贸易，是公司铝产业投融资、资金管理和统购统销平台。2020年，公司铝产品实现收入1,126.26亿元，较2019年有所提升；同期，公司铝产品综合毛利率为2.15%，盈利能力较弱，对公司利润的贡献有限。

表 1: 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司铝产品产量(万吨)

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~3
氧化铝	196.35	224.99	219.76	54.61
电解铝	64.37	67.20	65.18	16.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从综合成本来看，2020年，氧化铝综合成本为1,636.92元/吨，较2019年有所下降，主要系铝土矿品质提高，采矿成本下降所致；销售价格来看，2020年，氧化铝平均销售价格为2,208.35元/吨，较2019年有所下降。产销方面，2020年华银铝业氧化铝的产量和销量分别小幅下降至219.76万吨、222.24万吨；2021年1~3月，华银铝业氧化铝产量、销量分别为54.61万吨、55.95万吨。公司氧化铝营业收入在铝板块营收中占比较低，对整体利润影响不大。

表 2: 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司主要铝产品销量

销量	2018	2019	2020	2021.1~3
氧化铝(万吨)	204.52	229.43	222.24	55.95
铝锭(万吨)	27.72	37.91	28.16	3.21
铝水(万吨)	28.42	23.25	36.78	13.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020年，公司电解铝产量小幅降至65.18万吨；同期，电解铝销量为64.94万吨，亦有所下滑。铝深加工方面，与2019年相比，除铝棒外，其他类产品产销量均有所下降，主要系公司出于降低成本的考虑减少无利润订单，调整产品结构所致。

表 3: 2018~2020 年及 2021 年 1~3 月银海铝业主要产品生产经营情况

项目名称	产品	2018	2019	2020	2021.1~3
产量(万吨)	铝棒	82.75	85.26	96.25	25.19
	铝型材(自营)	5.43	2.61	4.41	1.20
	铝棒及铝型材(代加工)	4.47	4.03	4.48	0.92
	铝板及铝卷	9.66	3.35	0.00	0.00
销量(万吨)	铝棒	76.72	79.05	89.51	22.24
	铝型材(自营)	7.88	2.67	4.28	2.45

	铝棒及铝型材(代加工)	4.73	4.02	4.76	1.00
	铝板及铝卷	9.15	5.69	0.00	0.00
销售均价 (万元/吨)	铝棒	1.26	1.27	1.46	1.65
	铝型材(自营)	1.80	1.65	1.84	2.06
	铝棒及铝型材(代加工)	0.23	0.16	0.16	0.17
	铝板及铝卷	1.53	1.51	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

铝板块贸易业务方面，2020年铝产品贸易收入为856.30亿元，占当期铝产品收入的76.03%。

中诚信国际认为，2020年公司氧化铝、电解铝产销量均小幅下降，铝深加工产品结构持续调整，但公司铝产品贸易收入占比较高，盈利能力仍偏弱。

公司水电业务维持平稳,火电业务持续增长、运营较稳定;随着北海电厂的恢复建设,电力业务收入有望进一步提升

公司是自治区最大的地方电力投资集团，公司电力业务包括水电和火电，电力业务仍主要由子公司广西广投能源有限公司（以下简称“广投能源”）和广西桂东电力股份有限公司（以下简称“桂东电力”）负责经营。截至2021年3月末，公司装机容量3,019.33万千瓦（控股354.83万千瓦，参股2,664.50万千瓦，其中完工投产项目2,448.33万千瓦，在建项目571万千瓦），总权益装机容量1,010.28万千瓦（其中在建项目203.58万千瓦）。公司火电总权益装机容量占比42.71%，水电总权益装机容量占比42.47%，核电总权益装机容量占比14.10%（其中部分核电在建），新能源（风电、光伏）总权益装机占比0.27%。

火电方面，截至2021年3月末，公司拥有5家火电厂（其中柳州发电公司已关停），火电权益装机容量较上年小幅提升。发电方面，公司火电业务发电量和上网电量均呈持续增长态势；其中2020年火电业务发电量和上网电量分别同比增长66.39%和68.69%。电价方面，公司火电平均上网电价呈波动趋势，其中，2019年较2018年小幅下调，主要系公司为保证及提高发电量，以协议电价向大工业用户供电所致；2020年小幅回升。

水电方面，截至2021年3月末，公司拥有13

座水电站，水电权益装机容量为78.02万千瓦。近年来水电发电量和上网电量维持稳定，其中2020年较上年有所下滑主要系2020年水情不好，电量下降所致。电价方面，公司水电平均上网电价呈小幅下滑趋势。2020年及2021年1~3月水电平均上网电价（不含税）均为0.24元/度，相对较稳定。

截至2021年3月末，广投能源持有防城港核电1号机组39%的股份。2020年及2021年1~3月，防城港核电分别实现营业总收入49.55亿元和15.01亿元，利润总额分别为11.63亿元和6.92亿元。

此外，公司与中国神华能源股份有限公司合资建设神华国华广投北海电厂（以下简称“北海电厂”），项目位于北海市铁山港区，拟建设2台100万千瓦国产超超临界燃煤发电机组，电厂工程预计总投资75.63亿元，该项目已于2020年5月移出缓建名单，并于2020年9月全面复工。

中诚信国际认为，跟踪期内公司水电业务维持平稳，火电业务持续增长、运营较稳定，随着北海电厂的恢复建设，公司电力业务收入有望获得进一步提升。

天然气管网仍具有较强的区域垄断优势,但随着公司天然气管网项目建设的全面开展,未来资金需求量较大,将给公司带来一定的投资压力

燃气业务方面，广西广投天然气管网有限公司（以下简称“广投天然气”）是广西承接中石油入桂天然气资源的唯一主体，负责投资建设、运营广西各市县天然气管道，买断上游中石油入桂天然气资源，统筹下游天然气分销业务。广投天然气负责建设经营的天然气管网项目规划管道总长度达1,059km，配套建设分输站53座，截至2021年3月末，已完成投资19.55亿元，尚需投资40.45亿元。2020年，广

投天然气销量 6.26 亿方，比去年有所下降；2020 年及 2021 年 1~3 月，广投天然气分别实现收入 12.21 亿元和 3.49 亿元，分别实现利润-0.26 亿元和-0.10 亿元；其中 2020 年以来主要受部分分输站取消管输收费和疫情影响，营收下降导致亏损。

中诚信国际认为，公司在天然气管网方面具有一定的区域垄断优势，目前管网仍在全面建设阶段，前景较好，但未来资金需求规模较大，公司面临一定的资金压力。

北部湾银行存贷款规模增长，收入利润持续增加；受益于证券市场的回暖，国海证券业务有所增长；金投集团存量业务风险有待进一步化解

公司金融业务主要涉及银行、证券、财险、小额贷款及融资租赁等业务，分别由北部湾银行、国海证券、金投集团以及广西投资集团金融控股有限公司（以下简称“金控公司”）经营；其中，金控公司为金投集团二级子公司。

银行业务方面，截至 2021 年 3 月末，公司持有北部湾银行 21.11% 的股份，持股比例较上年末小幅增长，仍是北部湾银行的第一大股东。2020 年末，北部湾银行总资产、存贷规模较 2019 年末均大幅增加；同期末拨备覆盖率、资本充足率等指标增长较快。2020 年，北部湾银行分别实现收入和净利润 60.14 亿元和 15.51 亿元，较 2019 年均有明显提升，主要系公司贷款规模进一步增加所致。

表 4：2018~2020 年北部湾银行经营情况

指标	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,891.47	2,350.30	3,052.79
贷款总额（亿元）	938.57	1,184.93	1,577.95
存款总额（亿元）	1,207.96	1,542.01	2,058.49
营业收入（亿元）	33.79	47.83	60.14
利息净收入（亿元）	30.48	43.74	53.99
利息净收入/营业收入（%）	90.20	91.45	89.77
净利润（亿元）	9.38	11.62	15.51
存贷比（%）	77.69	76.57	76.66
流动性比率（%）	43.98	49.83	60.60
不良贷款率（%）	1.53	1.47	1.30
拨备覆盖率（%）	138.88	170.56	192.22
核心一级资本充足率	11.01	10.77	8.97

(%)

资本充足率（%）	11.46	12.79	13.62
----------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

证券业务方面，2020 年以来，国海证券受证券行业市场回暖的影响，主要业务有所回升，各项业务指标均同比增长。

表 5：2018~2020 年国海证券经营收入情况（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
手续费及佣金收入	13.37	16.28	21.87
其中：证券承销	1.74	2.66	3.85
证券经纪	4.50	5.62	8.38
资产管理	1.92	2.97	3.39
其他	5.21	5.03	6.25
利息收入	12.71	21.24	15.36
其中：存放同业	3.29	3.16	4.02
融资融券	3.90	3.68	4.65
其他	5.52	14.40	6.69
净利润	1.12	5.44	8.10

资料来源：国海证券各年年度报告及公司提供，中诚信国际整理

金投集团业务主要涵盖财产保险、金融租赁、小额贷款、担保等金融业态，分别由北部湾财产保险股份有限公司（以下简称“北部湾财险”）、北部湾金融租赁有限公司（以下简称“北部湾金租”）、南宁市金通小额贷款有限公司（以下简称“金通小贷”）和广西中小企业融资担保有限公司（以下简称“广西中小担保”）负责经营。2020 年及 2021 年 1~3 月，分别实现收入 106.55 亿元和 27.50 亿元。

表 6：金投集团主要板块收入结构及毛利率（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
财产保险	28.35	30.88	36.12	10.48
金融租赁	2.55	3.12	10.39	2.76
小额贷款	28.21	23.44	11.79	4.69
担保业务	7.09	8.00	9.29	2.51
互联网金融业务	1.31	0.96	0.61	0.094
电商产品销售	72.56	--	--	--
其他业务	11.36	26.21	38.36	6.96
合计	151.42	92.61	106.55	27.50
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
财产保险	54.63%	44.06%	16.49%	31.45%
金融租赁	46.52%	46.42%	49.33%	47.81%

小额贷款	43.33%	35.11%	21.43%	28.64%
担保业务	99.62%	99.48%	28.23%	40.60%
互联网金融服务	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
电商产品销售	8.52%	--	--	--
其他业务	-43.01%	-6.23%	-24.05%	-74.24%
合计	25.47%	33.01%	7.15%	6.93%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金投集团业务主要集中于广西区域内；其中北部湾财险投资业务主要为存款、债券、股票、证券投资基金、资管产品及其他投资等；2018年~2020年及2021年1~3月，北部湾财险赔付率分别为58.70%、68.76%、65.49%和78.07%，赔付率处于较高水平主要系2018年以来广西恶劣气候增多和猪瘟疫情所致；随着2020年以来新增赔付的支出以及准备金的计提，中诚信国际将对北部湾财险可能存在的业务风险和面临的资本补充压力保持持续关注。截至2021年3月末，北部湾金租的不良租赁资产共计8笔，余额合计为0.27亿元，不良率为0.66%，处于较低水平；同期末，北部湾金租关注类租赁资产共6笔，余额合计1.25亿元，其中最大两笔应收租赁款金额合计0.06亿元。截至2021年3月末，金通小贷贷款客户数量为809个，笔均贷款规模0.19亿元；贷款企业、个人客户贷款余额分别占比99.15%和0.85%；金通小贷客户以强周期性行业企业为主，且单笔金额较大；同期末，金通小贷贷款余额为153.01亿元，其中非正常类贷款占比15.82%，或面临较大的业务风险。截至2021年3月末，广西中小担保业务担保代偿率为3.98%，受宏观经济影响，公司面临的代偿风险增加。

金控公司业务运营状况较为稳定，其中2020年，金控公司下属小贷公司发放贷款198笔，贷款金额19.97亿元，贷款余额15.19亿元，实现收入和净利润分别为1.33亿元和0.87亿元，分别较上年增长53.31%和84.65%。截至2020年末，小贷公司关注类贷款余额为0.46亿元。担保业务方面，2020年，融资担保业务实现收入和净利润分别为0.52亿元

和0.35亿元，分别较上年增长15.56%和9.38%，当期融资担保业务规模有所收缩，但拨备计提减少和管理费用下降使得净利润反而上升。2020~2021年3月末，金控公司担保业务累计担保代偿率分别为3.29%和3.42%，受宏观经济影响，累计担保代偿率呈上升趋势，面临的代偿风险增加。融资租赁业务方面，2020年，融资租赁业务分别实现收入和净利润5.87亿元和1.40亿元，较上年分别增长25.52%和5.76%，当期融资租赁业务成本上升幅度较大，导致净利润有所下降。2020年末，通盛租赁风险资产/净资产为6.05倍，广西租赁风险资产/净资产为4.38倍。

中诚信国际关注到，北部湾银行贷款规模增长，收入利润持续增加；受益于证券市场的回暖，国海证券业务有所增长；但近年来中小微企业经营压力增大，虽然金投集团对传统的小贷业务规模进行了大幅度压缩，担保业务结构也有所调整，但是小贷、担保等业务仍存在一定的信用风险，存量业务风险有待进一步化解。

医药医疗业务稳步运营、数字板块业务发展较快，是公司收入的重要组成，康养业务加快布局，仍处于起步阶段

2019年9月，公司在广西广投文化旅游投资有限公司的基础上组建广西广投健康产业集团有限公司，重点发展健康旅游、医养结合、物产经营三大产业，原旅游地产开发业务整体转入健康板块。截至2021年3月末，广投医药健康集团房地产在建项目为3个，项目预计总投资额28.20亿元，已完成投资21.38亿元。此外，公司正积极推进广投健康·定标未来城、防城港国际医学开放实验区项目、广西职工健康综合体等项目；加快康养业务的布局。

公司医药医疗业务仍由上市公司广西梧州中恒集团股份有限公司（以下简称“中恒集团”，证券代码600252）负责运营。截至2021年3月末，公司持有中恒集团27.73%股份。中药制造业是中恒集

团的核心产业，也是中恒集团最主要的收入和利润来源，中药制造业业务收入占中恒集团主营业务收入的比例达 90% 以上。2020 年，中恒集团实现营业收入和净利润分别为 36.76 亿元和 2.35 亿元，较上年有所下降。

公司数字板块的运营主体仍为子公司数字广西集团有限公司（以下简称“数字广西”），注册资本 20 亿元，数字广西是广西政务大数据运营开发应用主体，广西及中国-东盟数字经济产业平台、互联网巨头合作平台和大数据应用产业孵化平台，2020 年及 2021 年 1~3 月，数字广西分别实现营业收入 83.03 亿元和 20.52 亿元，2019 年以来收入增长较快。

中诚信国际认为，公司医药医疗业务稳步发展、数字板块发展较快，是公司收入的重要组成，康养业务加快布局，仍处于起步阶段。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季度财务报表。其中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告年初数、2019 年财务数据采用 2020 年审计报告年初数，2020 年财务数据采用 2020 年审计报告期末数，各期财务数据均按照新会计准则编制。

2019 年公司收入规模提升使得经营性业务利润增长较快，但期间费用控制能力有待加强；投资收益仍保持较高水平，且有较大增幅；资产减值损失大幅增加对利润规模的提升造成一定影响

公司 2020 年实现营业总收入 1,911.85 亿元，同比小幅增长 6.19%，主要来源于能源、数字板块等业务的收入增长；2021 年 1~3 月，公司实现收入 468.84 亿元，仍主要以铝产品、能源及金融板块收入为主。2018~2020 年公司营业毛利率持续下降，其中 2020 年同比下降较多主要系北部湾银行利息

支出增幅大于发放贷款和垫款的利息收入增幅，2021 年 1~3 月营业毛利率有所回升。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
铝产品	1,017.67	1,070.68	1,126.26	256.09
能源	188.14	393.87	364.03	88.13
金融	260.13	238.56	257.42	67.56
医药医疗健康	33.30	44.32	59.16	28.43
文化旅游	6.82	--	--	--
国际业务	29.95	--	--	--
数字板块	0.24	52.38	83.03	20.52
投资板块	--	--	12.67	2.23
其他业务	2.66	0.61	9.28	5.88
合计	1,538.91	1,800.42	1,911.85	468.84
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
铝产品	3.99	1.91	2.38	1.50
能源	11.18	9.05	4.24	3.70
金融	38.79	38.59	41.63	47.23
医药医疗健康	81.40	89.10	74.05	46.93
文化旅游	19.07	17.45	--	--
国际业务	0.84	-3.57	--	--
数字板块	--	29.17	0.71	0.56
其他业务	22.32	31.58	40.25	96.25
营业毛利率	7.52	7.89	9.71	10.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司期间费用近年来有所下降，期间费用收入占比亦有所下滑，但整体处于偏高水平，2021 年 1~3 月回升至 7.38%，考虑到公司毛利率水平不高，期间费用对公司利润的侵蚀较为明显，公司期间费用控制能力有待加强。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	117.52	128.13	127.10	34.60
营业总收入	1,538.91	1,800.42	1,911.85	468.84
期间费用率	7.64	7.12	6.65	7.38
经营性业务利润	28.48	29.27	30.27	6.12
资产减值损失	-24.56	-28.99	-29.55	-3.15
公允价值变动收益	-0.81	4.17	0.58	1.15
投资收益	37.00	42.41	39.77	23.78
其他收益	3.09	2.79	4.88	0.87
营业外损益	-0.08	-0.08	0.09	-0.18
利润总额	39.64	41.45	40.20	16.82
总资产收益率	1.77	1.61	1.29	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

投资收益作为公司主要的利润来源,2020年公司实现投资收益39.77亿元,同比小幅下降;主要来源于以权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益。2020年公司经营性业务利润同比小幅增长。此外,2020年北部湾银行根据监管要求计提的贷款减值准备为29.55亿元,对公司的利润造成较大的侵蚀。盈利指标方面,公司总资产收益率有所下降,且整体处于较低水平,盈利能力一般。

母公司方面,母公司不从事具体的业务运营,利润实现依赖投资收益,其中2020年及2021年1~3月投资收益分别为16.91亿元和3.99亿元,经营性业务利润分别为-12.04亿元和-3.38亿元。

公司总资产和总负债规模持续增长;受益于政府的资产和资金支持,公司权益大幅增长,但财务杠杆仍偏高,债务结构有待优化

2020年以来,公司下属北部湾银行等主要业务增长较快;公司资产、负债规模均同比大幅增加;公司资产和负债分别以非流动资产和流动负债为主,非流动资产占资产总额、流动负债占负债总额的比重分别为58.00%和73.92%;其中近年来非流动资产占持续下降,主要系下属金融板块公司调整投资结构,流动资产的增长比例大于非流动资产的增长比例所致。截至2021年3月末,公司所有者权益增至1,049.61亿元(少数股东权益为546.61亿元)。

资本结构方面,近年来公司业务规模快速扩张,新建项目较多,债务融资规模不断扩大,同时受公司金融板块中银行业务的性质影响,资产负债率及总资本化率始终处于高位,财务杠杆偏高。债务结构方面,2020~2021年3月末,短期债务/总债务均为0.37倍,公司近年来短期债务占比整体处于较高水平,债务结构有待优化。

表9:近年来公司主要资产情况(亿元)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	549.23	583.76	703.81	716.02

一年内到期的非流动资产	18.64	401.91	611.25	795.07
发放贷款及垫款	1,173.92	1,065.50	1,083.48	1,029.97
可供出售金融资产	420.46	420.82	613.44	272.91
债权投资	162.59	147.38	0.38	810.83
长期股权投资	196.24	227.83	228.96	254.94
固定资产	241.86	212.30	230.57	253.12
吸收存款及同业存放	1,199.00	1,561.47	2,043.65	2,167.18
卖出回购金融资产款	256.21	286.06	267.40	261.92
短期借款	192.18	232.03	209.86	224.74
一年内到期的非流动负债	235.24	278.67	329.72	282.58
应付债券	671.10	718.03	826.48	815.38
长期借款	264.53	225.21	345.44	397.42
资本公积	148.02	145.74	313.55	316.85
其他权益工具	59.86	64.89	32.39	39.39
少数股东权益	459.16	471.20	520.78	546.61
所有者权益	819.80	829.15	1,012.61	1,049.61
资产负债率(%)	80.99	83.11	83.06	83.21
总资本化比率(%)	66.00	67.18	66.60	66.28
短期债务/总债务(X)	0.35	0.40	0.37	0.37

注:2021年3月末货币资金受限金额为51.83亿元,占货币资金的7.24%。
资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

母公司方面,截至2021年3月末,母公司资产主要由非流动资产构成,同期末,非流动资产占总资产的比重为84.50%,其中非流动资产以对合营及联营企业的长期股权投资为主,占非流动资产的比重为95.45%。母公司负债主要由应付债券和长期借款为主的非流动负债构成;母公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债等构成。截至2021年3月末,母公司所有者权益中实收资本为100.00亿元,资本公积为206.09亿元,其他权益工具39.39亿元。

表10:近年来母公司主要资产及负债情况(亿元)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	46.31	17.34	42.84	27.00
其他应收款	58.87	76.41	97.48	104.81
长期股权投资	456.09	594.94	674.73	705.31
短期借款	58.10	52.40	37.00	15.00
一年内到期的非流动负债	35.84	53.01	81.34	80.70
应付债券	67.18	121.05	99.89	83.90
长期借款	75.21	39.28	145.24	179.35
资本公积	18.89	136.58	187.09	206.09
其他权益工具	59.86	64.89	32.39	39.39
所有者权益	240.13	360.90	380.09	406.41
资产负债率(%)	59.54	50.28	55.30	53.53
总资本化比率(%)	54.82	47.82	52.56	50.95
短期债务/总债务(X)	0.51	0.52	0.41	0.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司经营现金净流入规模有所缩小，EBITDA稳步增长，部分偿债指标有所提升，整体偿债能力仍有待加强

公司2020年经营活动现金净流入规模大幅缩小主要系下属银行调整投资计划，持有的金融资产规模增加，处置的金融资产规模减少，同时，股票质押式回购业务规模减少所致；2021年1~3月转为净流出，主要系下属金融企业的回购业务资金减少、拆入资金业务减少所致。2020年投资活动现金流持续净流出，主要系每年项目建设投入资金较大所致，2021年1~3月仍体现为净流出。筹资活动现金流方面，2020年公司吸收投资及融资规模同比增长较多，筹资活动净流入规模有所回升；2021年1~3月，受市场行情波动影响，公司筹资活动净现金流入规模有所缩小。

2020年公司利润、资产摊销保持增长，EBITDA亦整体呈增长趋势，但利息支出增长较快且公司债务规模较大，EBITDA对于债务利息的覆盖能力略有下降，尚不足以对公司债务形成有效覆盖；同期，公司经营活动现金流有所弱化，虽然实现对于利息支出的有效覆盖，但仍无法覆盖总债务。此外，公司短期债务、货币资金均呈增长趋势，货币资金对于短期债务的整体覆盖能力较好；截至2021年3月末，公司货币资金对短期债务的覆盖能力小幅提升。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流(亿元)	-178.63	282.24	32.54	-27.84
投资活动净现金流(亿元)	-25.45	-249.94	-187.48	-62.91
筹资活动净现金流(亿元)	135.68	22.32	243.86	42.77
总债务(亿元)	1,591.08	1,697.28	2,018.74	2,062.66
短期债务(亿元)	563.70	675.62	754.83	764.07
EBITDA(亿元)	114.85	114.56	125.73	--
总债务/EBITDA(X)	13.85	14.82	16.06	--

EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.95	3.95	3.80	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.17	0.17	--
货币资金/短期债务(X)	0.97	0.86	0.93	0.94
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	0.17	0.02	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.15	9.73	0.98	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，截至2021年3月末，母公司总债务422.17亿元，短期债务/总债务为0.37倍。从偿债指标来看，近年来母公司经营活动净现金流波动较大，2020年及2021年1~3月分别为17.39亿元和-13.97亿元，对债务本息的覆盖能力不稳定。2020年，母公司EBITDA分别为20.64亿元；同期，EBITDA利息覆盖倍数为1.35倍，总债务/EBITDA为20.41倍，可对债务利息的支付形成保障。

公司短期债务增长较快，面临一定的短期偿债压力；受限资产规模较大，对外担保规模相对较小

截至2021年3月末，公司总债务为2,062.66亿元，其中2021年4~12月、2022年及2023年分别到期791.62亿元、470.60亿元和421.18亿元，面临一定的短期偿债压力。

表 12：公司未来债务到期分布（亿元）

到期年份	2021.4~12	2022	2023	2024	2025及以后
到期金额	791.62	470.60	421.18	122.25	150.85

注：公司2021年一季度财务报表未经审计，短期债务与报表数据有一定出入，以公司提供数据为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年3月末，公司共获得银行授信额度2,498.14亿元，其中未使用额度1,106.58亿元，备用流动性充足；同时，公司拥有国海证券等多家上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

受限资产方面，截至2021年3月末，公司共有477.43亿元所有权受限资产，占当期末总资产的7.64%，其中包括受限交易性金融资产264.74亿元、

其他债权投资 24.27 亿元、债权投资 19.40 亿元、受限货币资金 51.83 亿元、投资性房地产 16.40 亿元以及固定资产 64.10 亿元等。

截至 2021 年 3 月末，公司对广西柳州银海铝业股份有限公司等单位担保合计 39.49 亿元，占公司净资产的 3.76%。公司对外担保金额相对较小，且被担保单位均为国有企业，代偿风险较低。

表 13：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保人	被担保人	担保金额
广投集团	广西柳州银海铝业股份有限公司	22.51
广投集团	中国大唐集团有限公司	1.80
广投集团	天生桥一级水电开发有限责任公司	0.69
广投集团	广西南南铝加工有限公司	11.40
广投集团	广西广投新材料集团有限公司	3.35
合计	--	39.49

注：广西柳州银海铝业股份有限公司已移出合并报表范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为广西国资委直属的国有企业，对自治区的建设发展起到重要作用。在资产划转和政府补贴等方面获得了自治区政府的大力支持

公司作为广西国资委直属的国有企业，代表自治区政府参与广西重点项目的建设、投资和经营，拥有铝业、电力、金融等多个业务板块，对自治区的建设发展起到重要作用。公司获得了自治区政府在优惠政策、资产划转和政府补贴等方面的大力支持。

资产划转方面，1) 2020 年 1 月，根据自治区党委办公厅、自治区人民政府办公厅印发《广西投资集团有限公司和广西金融投资集团有限公司实施战略性重组》(厅发[2019]149 号)，对金投集团实

施战略性重组，以金投集团 2018 年 12 月 31 日经审计净资产注入广投集团，成为广投集团全资子公司，公司将拥有银行、证券、保险（财险和寿险）、公募基金、期货、金融租赁、金融资管、股权交易、融资租赁、黄金投资、基金、担保、小贷、典当等金融牌照，成为全国金融牌照最齐全的地方企业之一。金投集团成立于 2008 年，是由广西国资委出资的国有独资公司；截至 2020 年末，金投集团注册资本、实收资本分别为 30.00 亿元、28.00 亿元，同期末，金投集团总资产、所有者权益分别为 1,212.53 亿元、371.91 亿元，资产负债率为 69.33%；2020 年金投集团分别实现收入和净利润 106.55 亿元、9.36 亿元。2) 公司 2020 年 12 月无偿获得广西华盛集团廖平农业开发有限责任公司 33.45% 股权，增加资本公积 58.87 亿元。3) 广西国新投资发展有限公司²根据《广西壮族自治区人民政府关于印发广西壮族自治区划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》(桂政发〔2020〕8 号)和《广西壮族自治区财政厅广西壮族自治区人力资源和社会保障厅广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会等五部门关于做好广西壮族自治区划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》(桂财资〔2020〕16 号)精神及相应各地国资委印发的国有股权划转文件无偿获取了 24 家国有企业股权，增加公司资本公积 102.29 亿元。

资金支持方面，2020 年公司收到广西区财政厅拨付广西金融投资集团有限公司战略重组资本金 18 亿元、收到财厅拨付广投工业高质量发展母基金出资款 2.2 亿元等；此外，自治区政府对公司下属电力企业购煤、铝业企业用电等方面给予补贴，2018~2020 年，公司收到政府补贴 3.09 亿元、2.79 亿元和 4.88 亿元。

中诚信国际认为，鉴于广西持续增强的经济实力、公司在广西自治区的重要主体地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将继续获得股东

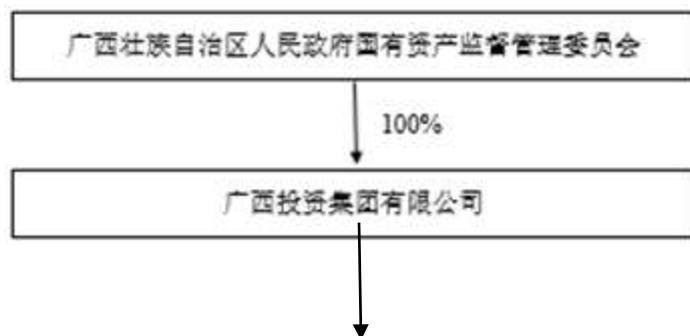
²广西国新投资发展有限公司系公司三级子公司。

及相关各方的有力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广西投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 桂投 Y1”和“21 桂投 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广西投资集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



序号	子公司全称	持股比例
1	广西金融投资集团有限公司	100.00%
2	广西北部湾银行股份有限公司	21.11%
3	广西北部湾股权交易所股份有限公司	78.18%
4	广西广投能源集团有限公司	83.23%
5	广西正润发展集团有限公司	87.42%
6	广西广投天然气管网有限公司	75.50%
7	广西广投银海铝业集团有限公司	83.80%
8	广西盐业集团有限公司	100.00%
9	广西广投医药健康产业集团有限公司	100.00%
10	数字广西集团有限公司	100.00%
11	广西投资集团咨询有限公司	100.00%
12	广西投资集团科技有限公司	51.00%
13	广西广投临港工业有限公司	51.00%
14	广西华南技术交易所有限公司	100.00%
15	国海证券股份有限公司	33.11%
16	广西梧州中恒集团股份有限公司	27.73%
17	桂发财务有限公司	100.00%
18	广西壮族自治区水利水电勘测设计研究院有限公司	51.00%
19	广西壮美电子商务有限公司	100.00%



资料来源：公司提供

附二：广西投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	5,492,276.67	5,837,576.43	7,038,116.12	7,160,202.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	131,985.70	92,446.86	1,215,928.00	138,365.57
应收账款净额	813,564.93	534,882.40	571,817.68	693,283.87
其他应收款	924,465.58	962,025.34	824,355.83	1,039,814.39
存货净额	694,503.08	686,837.65	661,520.81	870,832.40
可供出售金融资产	4,204,643.32	4,208,189.56	6,134,439.96	2,729,057.83
长期股权投资	1,962,445.24	2,278,307.01	2,289,594.87	2,549,352.87
固定资产	2,418,645.86	2,122,962.34	2,305,741.92	2,531,169.05
在建工程	896,111.75	776,131.49	921,464.34	706,742.95
无形资产	326,031.17	300,113.55	348,977.37	354,128.05
总资产	43,121,462.42	49,089,929.79	59,765,667.15	62,501,688.18
其他应付款	686,598.78	853,728.25	1,515,035.70	1,354,008.60
短期债务	5,636,996.29	6,756,244.45	7,548,270.48	7,640,716.15
长期债务	10,273,769.95	10,216,561.89	12,639,103.82	12,985,867.30
总债务	15,910,766.24	16,972,806.34	20,187,374.30	20,626,583.45
净债务	10,418,489.57	11,135,229.91	13,149,258.17	13,466,380.83
总负债	34,923,442.99	40,798,455.12	49,639,552.79	52,005,550.83
费用化利息支出	275,093.74	266,812.12	301,122.18	--
资本化利息支出	15,573.29	23,340.80	29,629.76	--
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	4,591,613.87	4,712,015.04	5,207,809.43	5,466,128.66
所有者权益合计	8,198,019.44	8,291,474.67	10,126,114.36	10,496,137.35
营业总收入	15,389,083.74	18,004,170.36	19,118,515.14	4,688,376.94
三费前利润	1,429,119.00	1,546,098.29	1,524,872.98	398,475.82
营业利润	397,144.34	415,287.11	401,087.30	170,005.03
投资收益	369,982.09	424,129.11	397,666.32	237,846.91
营业外收入	9,522.44	5,131.43	14,947.85	1,925.84
净利润	285,307.73	295,551.69	280,600.85	129,715.89
EBIT	671,477.83	681,338.15	703,141.06	--
EBITDA	1,148,474.22	1,145,591.42	1,257,260.05	--
销售商品、提供劳务收到的现金	16,180,328.31	17,975,119.02	19,131,460.45	4,987,932.83
收到其他与经营活动有关的现金	866,804.09	1,524,423.67	187,844.40	1,433,141.02
购买商品、接受劳务支付的现金	14,978,219.55	16,790,067.61	17,838,966.00	4,883,908.54
支付其他与经营活动有关的现金	2,625,330.23	2,369,505.38	1,013,382.73	1,028,179.40
吸收投资收到的现金	632,443.53	596,692.34	834,813.09	45,705.00
资本支出	348,332.36	297,709.46	468,044.42	78,220.20
经营活动产生现金净流量	-1,786,338.10	2,822,396.19	325,356.97	-278,386.86
投资活动产生现金净流量	-254,511.72	-2,499,354.06	-1,874,776.09	-629,128.71
筹资活动产生现金净流量	1,356,841.31	223,193.62	2,438,571.89	427,684.82
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.77	9.01	8.35	8.85
三费收入比(%)	7.64	7.12	6.65	7.38
总资产收益率(%)	1.77	1.61	1.29	--
流动比率(X)	0.49	0.55	0.60	0.68
速动比率(X)	0.46	0.53	0.58	0.66
资产负债率(%)	80.99	83.11	83.06	83.21
总资本化比率(%)	66.00	67.18	66.60	66.28
短期债务/总债务(X)	0.35	0.40	0.37	0.37
经营活动净现金/总债务(X)	-0.11	0.17	0.02	1.47
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.32	0.42	0.04	3.96
经营活动净现金/利息支出(X)	-6.15	9.73	0.98	94.67
总债务/EBITDA(X)	13.85	14.82	16.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.17	0.17	--
货币资金/短期债务(X)	0.97	0.86	0.93	0.94
EBITDA 利息倍数(X)	3.95	3.95	3.80	--

注：1、各期财务报表均执行新会计准则；2、公司2021年一季度合并口径财务报表未经审计；3、为准确计算债务，将合并口径下其他应付款和其他流动负债中带息部分计入短期债务，将长期应付款中带息部分计入长期债务；4、公司未提供2021年一季度合并口径现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：广西投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	463,136.60	173,430.08	428,394.89	270,022.57
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	7,958.74	6,449.21	4,875.54	5,019.64
应收账款净额	3,953.52	4,581.11	4,221.93	5,026.76
其他应收款	588,685.84	766,262.45	976,964.15	1,048,092.11
存货净额	0.50	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	34,458.30	5,460.70	13,405.70	13,405.70
长期股权投资	4,560,932.51	5,949,400.96	6,747,291.99	7,053,068.87
固定资产	9,105.58	8,798.45	8,415.48	8,263.47
在建工程	75,868.63	2,963.60	7,598.02	8,474.01
无形资产	16,653.31	2,827.17	2,673.44	2,640.05
总资产	5,935,263.61	7,258,961.88	8,503,203.58	8,744,737.41
其他应付款	601,494.75	283,825.08	444,083.44	413,856.90
短期债务	1,489,366.67	1,704,053.60	1,738,196.39	1,566,769.15
长期债务	1,423,959.60	1,603,326.39	2,473,656.89	2,654,901.74
总债务	2,913,326.27	3,307,379.99	4,211,853.28	4,221,670.89
净债务	2,450,189.66	3,133,949.91	3,783,458.39	3,951,648.32
总负债	3,533,922.05	3,649,977.27	4,702,301.48	4,680,636.41
费用化利息支出	134,333.12	144,992.62	152,804.89	44,896.07
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,401,341.55	3,608,984.61	3,800,902.10	4,064,101.00
营业总收入	24,006.36	30,324.79	49,641.81	13,744.13
三费前利润	22,601.13	28,853.88	47,770.80	13,548.85
营业利润	106,277.01	14,756.44	47,238.57	6,236.69
投资收益	169,034.58	178,161.56	169,120.39	39,900.39
营业外收入	2,520.18	0.44	6,695.98	1,603.41
净利润	102,968.84	18,275.88	50,628.50	7,836.30
EBIT	239,916.34	159,657.49	205,730.24	52,732.37
EBITDA	240,995.56	160,425.47	206,408.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.61	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	276,656.34	14,308.93	200,990.01	3,316.02
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	3.34	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	90,252.42	283,356.03	13,920.38	137,836.93
吸收投资收到的现金	40,000.00	50,000.00	233,300.00	14,000.00
资本支出	14,434.46	31,669.68	10,375.34	9,716.33
经营活动产生现金净流量	173,427.16	-283,230.34	173,900.83	-139,719.09
投资活动产生现金净流量	-114,266.51	-293,239.54	-502,615.84	-46,147.74
筹资活动产生现金净流量	-191,212.16	286,763.16	583,680.61	27,494.44
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	98.69	99.31	99.88	100.00
三费收入比(%)	346.28	543.13	338.92	344.67
总资产收益率(%)	4.16	2.42	2.61	2.45
流动比率(X)	0.51	0.47	0.64	0.67
速动比率(X)	0.51	0.47	0.64	0.67
资产负债率(%)	59.54	50.28	55.30	53.53
总资本化比率(%)	54.82	47.82	52.56	50.95
短期债务/总债务(X)	0.51	0.52	0.41	0.37
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	-0.09	0.04	-0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.12	-0.17	0.10	-0.36
经营活动净现金/利息支出(X)	1.29	-1.95	1.14	-3.11
总债务/EBITDA(X)	12.09	20.62	20.41	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.09	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.31	0.10	0.25	0.17
EBITDA 利息倍数(X)	1.79	1.11	1.35	--

注：1、公司各期财务报表均执行新会计准则；2、公司 2021 年一季度母公司财务报表未经审计；3、为准确计算债务，将母公司口径下其他流动负债中的带息部分计入短期债务；4、公司未提供 2021 年一季度母公司现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
应收类款项/总资产		=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率		=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率		=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。