

广东省粤电集团有限公司公开发行 2018 年公司债 券（第一期）、（第二期）（面向合格投资者） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 28 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。

■ 本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和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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1803 号

广东省能源集团有限公司：

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“18 粤电 01”和“18 粤电 02”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

二零二零年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持广东省能源集团有限公司（以下简称“粤电集团”或“公司”）（曾用名“广东省粤电集团有限公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 粤电 01”和“18 粤电 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司装机规模不断提升、区域领先地位稳固、机组质量优质、电源结构不断优化、产业链环节完善、财务杠杆保持在较低水平以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注行业环境变化和一定的投资压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

粤电集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,380.31	1,455.08	1,456.25	1,482.53
所有者权益合计（亿元）	681.20	697.46	718.71	718.63
总负债（亿元）	699.11	757.62	737.53	763.90
总债务（亿元）	566.67	601.52	599.94	609.92
营业总收入（亿元）	437.53	458.31	496.91	85.87
净利润（亿元）	35.21	37.15	38.54	2.79
EBIT（亿元）	69.42	72.56	79.10	--
EBITDA（亿元）	129.57	129.25	142.99	--
经营活动净现金流（亿元）	71.17	86.49	120.23	17.35
营业毛利率(%)	19.19	18.05	20.83	13.92
总资产收益率(%)	5.24	5.12	5.44	--
资产负债率(%)	50.65	52.07	50.65	51.53
总资本化比率(%)	45.41	46.31	45.50	45.91
总债务/EBITDA(X)	4.37	4.65	4.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.84	4.82	5.47	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **装机规模不断提升，区域领先地位稳固。**随着在建项目的不断投产运营，截至 2020 年 3 月末，公司可控装机容量增至 3,421.08 万千瓦。较大的装机规模使得公司电力产业在广东省保持领先地位。

■ **机组质量优质，电源结构不断优化。**公司发电机组中高参数、大容量、效率高、煤耗低、环保性能优越的火电机组比例较高。另外，近年来公司不断加强风电、生物质等可再生能源项目的投入，可再生能源装机占比不断提升，公司电源结构进一步多元化。

■ **盈利及获现能力持续提升。**2019 年得益于电煤价格的回落，公司净利润及经营活动净现金流均同比继续增长，盈利及获现能力持续提升。

同行业比较

2019 年部分省属电力企业主要指标对比表

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业毛利率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
浙能集团	3,423.41	2,415.08	49.50	11.81	1,118.05	73.33
河北建投	1,321.58	1,911.87	53.30	30.59	348.30	38.32
江苏国信	1,566.91	1,942.44	47.82	12.94	559.57	66.09
粤电集团	3,310.41	1,456.25	50.65	20.83	496.91	38.54

注：“浙能集团”为“浙江省能源集团有限公司”简称；“河北建投”为“河北建设投资集团有限责任公司”简称；“江苏国信”为“江苏省国信集团有限公司”简称。

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 粤电 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2018/05/07~2021/05/07
18 粤电 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/09/25~2021/09/25

■ **负债率保持在较低水平。**随着公司未分配利润的积累，近年来公司财务杠杆保持在较低水平。

■ **融资渠道通畅。**公司银行授信额度充裕；此外，下属控股公司广东电力发展股份有限公司（股票代码粤电力 A：000539，粤电力 B：200539）也为公司提供了通畅的资本市场融资渠道。

关注

■ **煤电行业政策变化。**2018 年以来，全国淘汰落后煤电产能的同时，国家继续控制新增煤电装机规模，在建煤电机组工期有不同程度延长。另外，2019 年 9 月 26 日国务院常务会议决定取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，且 2020 年暂不上浮，这将对未来煤电电价形成一定影响。中诚信国际将持续关注电价调整政策对电力企业盈利能力的影响。

■ **一定的投资压力。**目前公司仍有一定规模的在建项目，截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 563.50 亿元，已完成投资 156.80 亿元。随着在建项目的不断投入，公司债务保持较快增长，未来或将面临一定的投资压力。

■ **新冠肺炎疫情短期内或对公司机组利用效率形成一定影响。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，全国用电量增速为负，对公司生产经营亦产生一定影响。

评级展望

中诚信国际认为，广东省能源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。**盈利能力持续大幅下滑；资本支出压力、债务规模、杠杆水平和偿债压力快速大幅提升；部分优质资产划出，对主营业务形成较大影响。

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

“18 粤电 01”发行规模 20.00 亿元，期限为 3 年，募集资金用途为补充流动资金。截至 2019 年末，“18 粤电 01”募集资金已使用完毕，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，募集资金运作规范。

“18 粤电 02”发行规模 10.00 亿元，期限为 3 年，募集资金用途为偿还公司债务。截至 2019 年末，“18 粤电 02”募集资金已使用完毕，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致，募集资金运作规范。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势

均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

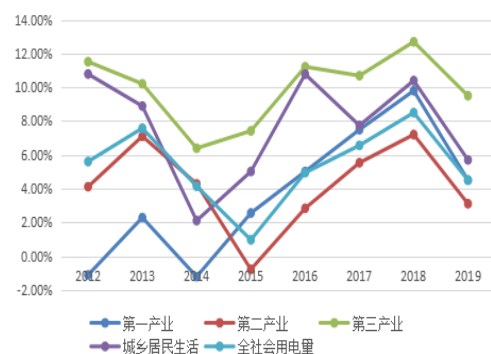
2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将保持低速增长

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会(以下简称“中电联”)数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济运行稳中趋好、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速开始企稳回升至2018年的8.5%。2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比继续回落至4.5%。2020年一季度，在新冠疫情等影响下，全国全社会用电增速

呈负增长。

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2019年的68.32%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电持续保持较快增长速度，所占比重亦持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（单位：%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019年以来，我国经济面临较大下行压力，经济增速继续放缓，加之前期基数较高等因素影响，全社会用电量增速同比明显回落，考虑目前新冠疫情对全球经济的影响，预计未来一段时间内全社会用电量将继续保持低速增长。

2019年以来，火电装机增速有所回升，机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

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。2019年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机4,647万千瓦，增速较上年同期增长1.1个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016年以来全国火电平均利用

小时数稳步回升。2019年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国6,000千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降85小时。2020年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将进一步对全国火电整体利用水平造成一定拖累。

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影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

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，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

2019年以来广东省工业经济稳步发展，为当地电量消纳提供了良好条件。另外，市场竞价逐步回归理

性，市场让利幅度有所缩减

2019年，广东省GDP继续保持增长，但增速同比下滑0.6个百分点，其中，工业增加值增速同比有所提升，较好的经济及工业发展，带动广东省全社会用电量同比保持增长，增速高于全国水平1.39个百分点，但同比下降了0.21个百分点。旺盛的用电需求使得广东省发电量保持增长态势。

市场化交易方面，近年来，广东省电改进程处于全国前列，电力交易规模比重处于全国相对很高水平。2019年以来，市场竞价逐步回归理性，市场让利幅度有所缩减。由于目前广东省煤电市场交易规模占比很高，因此煤电上网电价机制改革对广东省煤电机组上网电价及盈利水平影响有限。

2019年以来，公司装机规模稳步提升，装机结构不断优化，且参股的优质核电资产继续为公司贡献可观投资收益

2019年以来随着在建火电、风电、光伏项目的陆续投产运营，公司控股装机规模持续提升，电源结构不断优化，2019年末清洁能源装机占比为11.19%。在容量结构方面，随着新投资大容量机组的不断增加，公司发电机组中大容量火电机组比例逐步提高，截至2020年3月末，公司60万千瓦及以上机组容量约占控股装机容量的55.30%。与此同时，近年来公司已完成了全部机组的脱硫、脱硝和除尘等环保改造，达到国家节能减排要求。

表 1：近年来公司电力装机情况（万千瓦）

指标	2017	2018	2019	2020.3
控股装机容量	3,009.04	3,215.06	3,310.41	3,421.08
其中：火电（含生物质、天然气）	2,694.35	2,877.09	2,940.09	3,027.69
水电	233.68	233.68	233.68	233.68
风电、太阳能	81.01	104.29	136.64	159.71

资料来源：公司提供

此外，公司还通过和中国广核集团有限公司（以下简称“中广核集团”）合作，参与核电开发。截至2020年3月末，公司直接持有阳江核电站17%

股权，通过参股的台山核电产业投资有限公司¹持有台山核电一期工程的运营主体台山核电合营有限公司 47.50% 的股份。截至当期末，阳江核电站和台山核电站一期已分别建成投运了 6×108.60 万千瓦和 2×175 万千瓦的核电机组，每年可为公司贡献可观投资收益。公司已与中广核集团达成战略合作协议，未来中广核集团在广东省内建设的核电项目公司都将参股，进一步巩固了公司在核电业务上的发展前景。

跟踪期内得益于装机容量提升，公司发电量保持增长，燃料供应有保障，且电煤价格的高位回落使得公司煤电机组盈利有所提升

2019 年受西电东送电量挤压以及新投产燃气机组平均利用水平相对较低的影响，公司发电机组平均利用小时数同比有所下降，但得益于装机规模的提升，2019 年公司发电量和上网电量均持续增长，与此同时，随着电力体制改革的不断推进，公司市场化交易电量亦呈逐年增长态势。受新冠肺炎疫情影响，全国用电量增速为负，对公司亦产生一定影响，2020 年一季度公司上网电量同比下降 15.37%。

表2：近年来公司发电业务运营指标

指标	2017	2018	2019	2020.3
发电量（亿千瓦时）	1,191.5777	1,193.67	1,225.75	209.60
上网电量（亿千瓦时）	1,123.27	1,126.88	1,157.60	199.10
机组利用小时数（小时）	4,000	3,929	3,669	629
供电标煤耗（克/千瓦时）	313.38	312.40	307.60	300.40
平均上网电价（元/千瓦时）	0.368	0.385	0.405	0.3989
市场化交易电量（亿千瓦时）	342.35	489.43	633.85	158.27

资料来源：公司提供

供电煤耗方面，公司通过提高管理运行水平、关停小机组以及投运大机组等有效措施，降低供电煤耗水平。另外，由于公司将燃气机组的供电煤耗折算其中，因此整体供电煤耗相对较低。

上网电价方面，2019 年以来，受益于市场竞价逐步回归理性，公司让利幅度有所缩减，公司平均上网电价有所回升。中诚信国际也将持续关注煤电

¹ 公司持有其 40% 股权。

² 2019 年 9 月 26 日国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议决定，从 2020 年 1 月 1 日起，取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网

价格联动机制的取消²对公司煤电机组盈利能力的影响。

燃料采购方面，公司目前下属电厂的煤炭采购主要由下属企业广东省电力工业燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）负责。2019 年受煤电机组利用效率下降等因素影响，燃料公司电煤采购量小幅下降，但公司与国家能源投资集团有限责任公司等保持了长期合作关系，长协煤采购量稳定。同时公司还采购市场煤作为补充，2019 年公司市场煤采购量为 722.70 万吨。除采购国内煤炭外，公司还会适时从印尼、越南和澳大利亚进口一定数量的煤炭以保障煤炭供应、降低燃料成本。此外，截至 2020 年 3 月末，公司共参股煤矿项目 7 个，分布在山西、贵州、内蒙古、澳大利亚等地区，煤质均为优质动力煤，项目全部达产后权益煤炭产量约 787.63 万吨/年。

燃料价格方面，2019 年以来煤炭市场价格开始有所回落，为公司生产成本控制提供一定空间，中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对煤电机组盈利能力的影响。此外，天然气采购方面，公司已与广东大鹏液化天然气有限公司签订了 25 年长期供应合同，以低价采购其天然气，保障了公司前湾 LNG 电厂和惠州 LNG 电厂的燃料供应并保持成本优势。

表3：近年来公司电煤采购情况

指标	2017	2018	2019	2020.3
电煤采购量（万吨）	3,817	3,873	3,680	687
其中：长协煤采购量	1,638	1,627	1,631	302
平均入厂标煤单价（元/吨）	903.74	905.55	784.36	768.47
重点合同煤兑现率	85%	87%	90%	85%

资料来源：公司提供

在保障公司所属电厂燃料供应的同时，燃料公司还依托曹妃甸场地，积极探索与下游客户合作模式，实现对外销售。2019 年因价格下降，煤炭供需有所好转，公司对外销售总量大幅回升。公司下游客户主要为大型国有发电企业，结算模式以预付款

电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，且 2020 年暂不上浮，特别要确保一般工商业平均电价只降不升。

形式为主。

表4：近年来公司煤炭对外销售情况

指标	2017	2018	2019	2020.3
销售总量（万吨）	4.10	27.06	90.72	3.40
销售价格（元/吨）	578.31	678.63	555.53	548.23

注：该表为公司参股煤矿销售情况，统计口径与审计报告口径不一致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，供热和航运业务运营稳定，经营规模同比有所提升

供热业务方面，目前公司沙角 A 电厂、惠州 LNG 电厂和臻能电厂等负责供热业务。其中沙角 A 电厂供热区域主要为虎门镇的沙角社区和路东社区，供热管网长度为 3 公里，供热能力可达 50 吨/小时，市场占有率达到 80% 左右，以趸售为主。惠州 LNG 电厂供热区域主要为电厂所在的工业园区，供热管网长度为 670 米，供热能力 270 吨/小时，市场占有率约为 15%，以直供为主。臻能电厂供热区域主要是茂名市河西工业区，以直供为主。2019 年公司供区用户数量继续保持增长态势，受益于此，公司售热量随之增长。公司售热价格采取自主定价，随着燃料成本的不断增长，售热价格呈逐年小幅增长态势，但公司售热价格仍受到政府一定管制，整

体盈利能力不强。

航运业务方面，目前公司主要从事国内南北航线煤炭运输，并兼营澳洲、印尼等国际航线。截至 2020 年 3 月末，公司拥有控股航运企业 5 家，共有散货船 33 条，可控运力 239.37 万载重吨，运力规模居全国散货船队前列。2019 年，下属航运企业共为公司内部承运煤炭 2,919 万吨，占公司煤炭总采购量的 79.40%。

公司逐步加强新能源发电项目的投入，未来随着在建项目的不断推进，公司电源结构将不断优化，但也给公司带来一定投资压力

从在建项目来看，公司不断推进可再生能源发电及燃气项目的建设。截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目共计 17 个，在建总装机规模 400.35 万千瓦。另外，目前公司在建可再生能源项目以风电为主，随着平价节点的来临，公司将加快存量风电项目的开发节奏。同期末公司拟建项目计划总投资 291.10 亿元，公司未来存在一定投资压力。中诚信国际将持续关注拟建项目核准及开工计划，以及平价上网对拟建项目盈利能力的影响。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	建设内容	计划总投资金额	截至 2020 年 3 月末 已投资	未来投资金额	
				2020.4-12	2021
博贺煤电一体化项目	2×100	80.90	55.10	2.60	10.00
花都汽车城产业园区热电冷燃机联供项目	2×46	33.20	4.30	2.30	12.00
贵州秀塘风电项目	5.00	5.20	1.20	1.30	2.50
珠海金湾海上风电项目	30.00	56.40	12.80	7.20	15.00
从江达棒山风电项目	15.00	13.50	7.30	1.80	3.00
贵州雷家坡风电项目	5.00	4.80	3.00	1.40	0.40
广西武宣县合群一期风电场项目	5.00	4.80	0.30	1.10	2.50
山西省孟县西烟镇风力发电项目	5.00	5.30	2.40	2.20	0.50
粤电平远茅坪风电场工程项目	4.95	4.60	1.10	1.30	1.50
广东能源火炬农场光伏复合项目（二期）	5.00	3.10	1.10	0.80	1.00
阳江沙扒海上风电场工程项目	30.00	60.00	7.20	9.80	20.00
粤电林州凤宝屋顶光伏项目	3.40	1.80	0.30	0.80	0.50
粤西天然气主干管网项目	--	69.40	13.80	9.50	20.00
粤东天然气主干管网项目	--	92.00	13.10	7.70	20.00
粤北天然气主干管网韶关-广州干线项目	--	45.20	12.50	4.50	15.00
博贺配煤码头项目	--	29.30	19.40	2.10	5.00
阳江液化天然气接收站项目	--	54.00	1.90	1.80	10.00
合计	--	563.50	156.80	58.20	138.90

资料来源：公司提供

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要拟建项目情况（万千瓦、亿元）

项目名称	装机规模	计划总投资	自有资金	融资规模	预计投产时间
广东粤电湛江外罗海上风电项目（二期）	20.00	37.90	7.58	30.32	2021 年
湛江新寮海上风电	20.00	37.80	7.56	30.24	2022 年
粤电鼎湖天然气热电联产项目	2×40	35.00	7.00	28.00	2023 年
湖南通道县大高山风电场	5.00	5.20	1.04	4.16	2021 年
湖南溆浦县太阳山风电场一期	5.00	5.20	1.04	4.16	2021 年
东莞宁洲厂址替代电源项目	200.00	120.00	24.00	96.00	2022 年
惠州 LNG 接收站	--	50.00	10.00	40.00	2024 年
合计	--	291.10	58.22	232.88	--

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均为合并口径，并依据新会计准则编制，各期均为期末数据。中诚信国际分析时将计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将计入长期应付款科目的融资租赁款调入至长期债务。

公司营业收入主要来自于电力销售，盈利能力受上网电价及煤炭价格变动影响较大，2019 年公司利润水平受益于煤价下行而大幅提升

公司以电力销售为主业，2019 年上网电量的增加及电价的上涨使得公司营业总收入继续保持增长；得益于燃料采购成本的下降，公司营业毛利率同比有所增长。2020 年一季度，受疫情影响，公司营业总收入同比下降 11.23% 至 85.87 亿元。

表 7：公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元）

收入	2017	2018	2019
电力及热力	415.99	434.74	471.17
燃料销售	13.64	8.58	11.55
运输	3.58	3.96	3.72
其他	4.32	11.03	10.47
营业总收入	437.53	458.31	496.91
毛利率	2017	2018	2019
电力及热力	19.06%	17.63%	20.76%
燃料销售	14.35%	11.54%	6.14%
运输	16.34%	8.71%	9.07%
其他	49.31%	43.06%	44.13%
营业毛利率	19.19%	18.05%	20.83%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司期间费用小幅增长，但得益于收入规模的提升，期间费用率较上年有所降低。公司期间费用以财务费用和管理费用为主，受融资成本下降影响，2019 年公司财务费用同比有所下降。另外，子公司博贺煤电为生产人员提供前期培训及提前建厂发生相关支出 1.51 亿元，导致当期管理费用同比增长，进而推动期间费用小幅提升。

经营性业务利润是公司利润的主要构成部分，2019 年上网电量增加及燃料采购价格的回落使得公司经营性业务利润大幅上升。投资收益为利润的重要补充，公司参股的煤炭及核电等企业继续为公司贡献了稳定投资收益，并获得现金分红 5.26 亿元。此外，2019 年公司计提较大规模的资产减值损失，主要系下属公司广东粤电航运有限公司的船舶减值 14.20 亿元，以及广东粤华发电有限责任公司因升级改造，计提机器设备减值 5.39 亿元。2020 年一季度，受疫情影响，公司利润总额大幅下滑 55.54%，中诚信国际将持续关注疫情对公司生产经营的后续影响。

受益于公司利润水平提升，2019 年 EBITDA、EBITDA 利润率和总资产收益率均呈上升态势。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	34.79	39.71	40.60	8.96
期间费用率(%)	7.95	8.66	8.17	10.44
经营性业务利润	47.19	39.95	59.67	2.83
资产减值损失合计	4.04	4.84	25.11	--
投资收益	12.32	19.89	19.84	1.40
利润总额	49.10	48.41	54.54	4.37
EBITDA	129.57	129.25	142.99	--
EBITDA 利润率(%)	29.61	28.20	28.78	--
总资产收益率(%)	5.24	5.12	5.44	--

注：将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司债务规模保持稳定，资本实力不断提升，财务杠杆保持较低水平

公司总资产主要由货币资金、固定资产、在建工程和长期股权投资等构成，资产结构符合行业特征。受超低排放和节能升级等改造的影响，公司计提较大规模的资产减值，加之折旧的计提，2019年末公司固定资产规模有所减少，但随着在建电力项目的投产转固，2020年3月末公司固定资产有所增长；此外，随着参股企业的持续投入，公司长期股权投资继续保持增长；公司各期末货币资金均保持一定规模，2019年末受限资金为11.15亿元。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	118.86	122.17	89.66	100.31
可供出售金融资产	55.84	58.33	75.99	75.64
长期股权投资	156.60	166.76	171.94	173.14
固定资产	695.20	723.48	706.14	748.56
在建工程	134.95	137.83	148.67	104.12
资产总额	1,380.31	1,455.08	1,456.25	1,482.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末公司债务规模保持稳定，当期公司发行较多超短期融资券导致短期债务增长，推动长短期债务比上升，但总体维持合理水平。此外，未分配利润不断累积带动公司所有者权益逐年增长，公司资本实力持续提升，进而拉低财务杠杆水平。

表 10：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	162.31	149.89	172.32	198.33
长期债务	404.36	451.63	427.62	411.60
短期债务/长期债务	0.40	0.33	0.40	0.48
总债务	566.67	601.52	599.94	609.92
未分配利润	199.34	208.36	216.80	218.61
所有者权益	681.20	697.46	718.71	718.63
总资本化比率	45.41	46.31	45.50	45.91

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理。

公司经营获现能力整体保持较好水平，加之较强的盈利能力，公司各项偿债指标均处于较好水平

公司主营发电业务，经营获现能力整体保持较好水平，2019年受益于营业收入的增加，公司获现

水平大幅提升，对债务本息的覆盖能力均有所增强；与此同时，受益于公司盈利能力的增强，EBITDA 相关偿债指标均持续提升并保持较好水平。由于近年来公司在电力板块有较多在建项目，因此投资活动净现金流一直处于净流出的状态，2019年公司加大投资力度，投资活动净现金流进一步降低，加之公司当年偿还较多债务，故筹资活动净现金流大幅下降。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	71.17	86.49	120.23	17.35
投资活动净现金流	-112.19	-66.53	-101.00	-27.83
筹资活动净现金流	43.39	-23.03	-44.31	21.34
经调整的经营净现金流/总债务	4.79	5.90	11.40	1.80*
经营活动净现金流/利息支出	3.21	3.23	4.60	3.04
总债务/EBITDA	4.37	4.65	4.20	--
EBITDA 利息保障倍数	5.84	4.82	5.47	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了有力保障，对外担保代偿风险较小，受限资产占比较少

公司与金融机构保持良好合作关系，截至2020年3月末，公司银行授信额度合计2,530.33亿元，尚未使用额度2,024.65亿元；良好的银企关系为公司经营性资金需求提供了有力的保障。另外，下属控股公司广东电力发展股份有限公司作为上市公司，也为公司提供了畅通的资本市场融资渠道。

受限资产方面，截至2019年末，公司所有权受到限制的资产账面价值为50.95亿元，占当期末总资产的3.50%，主要为固定资产以及电费收费权等，主要用于长期借款以及融资租赁的抵质押。

或有负债方面，截至2020年3月末，公司对外担保余额为3.21亿元，主要是为参股企业提供担保，担保方式主要为连带责任保证方式，公司代偿风险较小。

未决诉讼方面，截至2019年末，公司未决诉讼案件合计3宗，涉案金额合计为3.82亿元，金额相对较小，对公司正常业务运营影响很小。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2020 年 6 月 24 日，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

外部支持

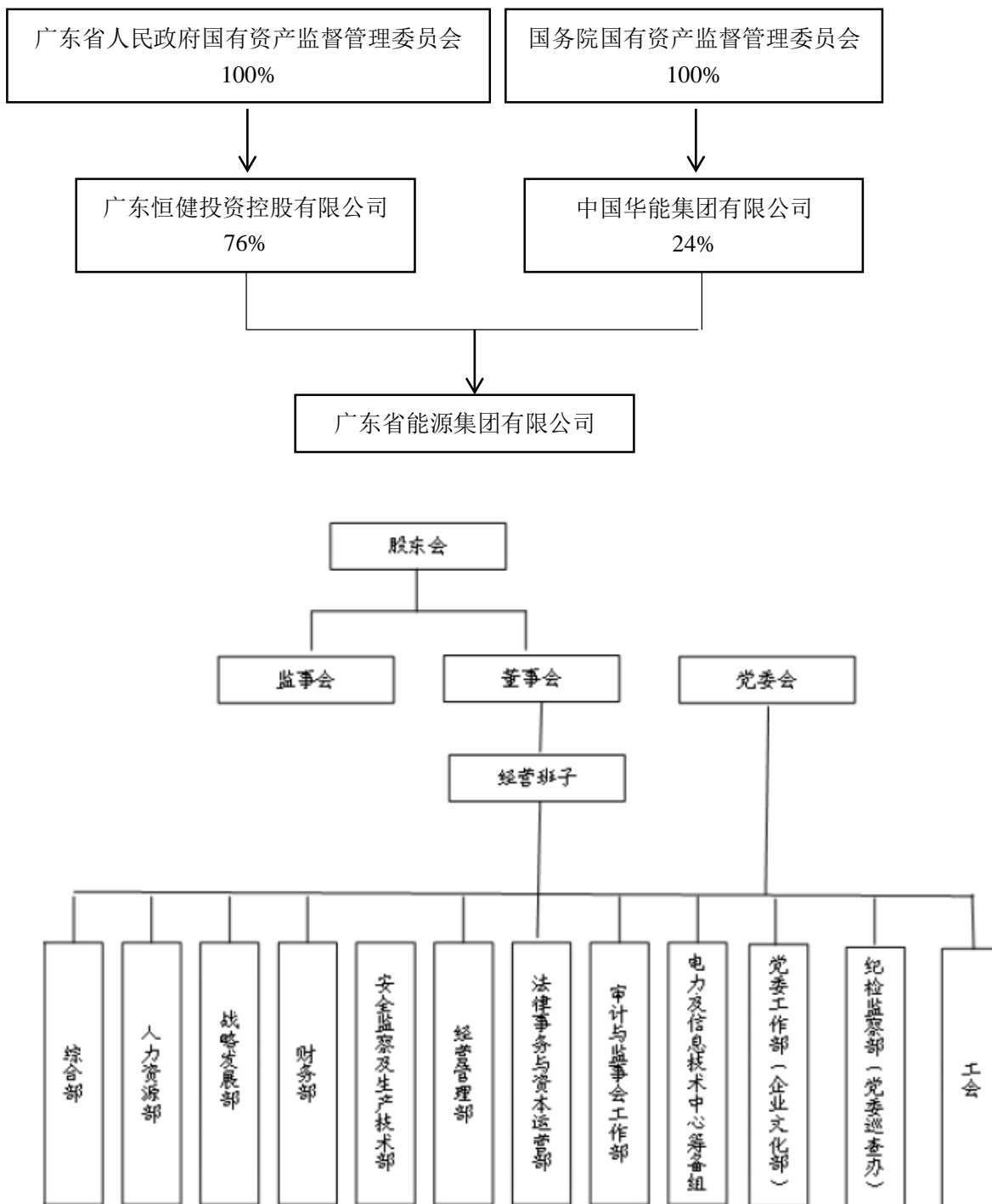
公司作为广东省属龙头企业，可得到广东省政府的有力支持

公司作为广东省内实力最强、规模最大的发电企业，持续推进对电源资产的投资，装机规模不断扩大。公司具备很强的规模优势，在广东省电力市场占有率最高。公司下属电厂覆盖了广东全省，系支撑广东电网、保障广东电力供应的骨干电源企业。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东省能源集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 粤电 01”和“18 粤电 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：广东省能源集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：广东省能源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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,188,601.14	1,221,717.74	896,623.53	1,003,085.87
应收账款净额	481,006.73	0.00	583,043.97	525,047.26
其他应收款	31,617.75	102,119.57	107,326.54	72,981.89
存货净额	283,790.30	309,549.95	338,695.44	381,507.37
长期投资	2,124,411.77	2,250,895.67	2,479,283.73	2,487,849.75
固定资产	6,952,004.41	7,234,768.96	7,061,369.93	7,485,557.59
在建工程	1,349,520.85	1,378,290.67	1,486,673.73	1,041,210.39
无形资产	359,222.05	360,545.59	347,940.49	344,409.21
总资产	13,803,083.76	14,550,814.40	14,562,495.48	14,825,320.77
其他应付款	464,149.26	565,644.05	564,733.65	514,481.86
短期债务	1,623,100.28	1,498,949.41	1,723,214.61	1,983,253.54
长期债务	4,043,634.52	4,516,266.17	4,276,166.95	4,115,973.78
总债务	5,666,734.80	6,015,215.58	5,999,381.57	6,099,227.31
净债务	4,478,133.66	4,793,497.84	5,102,758.03	5,096,141.44
总负债	6,991,056.89	7,576,224.71	7,375,348.95	7,638,991.79
费用化利息支出	203,258.16	241,558.99	245,533.49	--
资本化利息支出	18,574.75	26,538.30	15,922.50	--
所有者权益合计	6,812,026.87	6,974,589.70	7,187,146.54	7,186,328.98
营业总收入	4,375,260.15	4,583,095.17	4,969,129.24	858,712.52
经营性业务利润	471,906.85	399,470.45	596,661.36	28,293.14
投资收益	123,151.47	198,872.94	198,413.74	13,953.91
净利润	352,078.43	371,501.08	385,379.25	27,924.97
EBIT	694,244.50	725,624.99	790,967.82	--
EBITDA	1,295,666.38	1,292,509.28	1,429,887.43	--
经营活动产生现金净流量	711,689.88	864,889.58	1,202,306.90	173,485.48
投资活动产生现金净流量	-1,121,882.68	-665,308.80	-1,010,024.31	-278,269.85
筹资活动产生现金净流量	433,863.67	-230,272.01	-443,120.27	213,370.48
资本支出	810,639.61	731,177.31	872,128.48	178,250.75
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.19	18.05	20.83	13.92
期间费用率(%)	7.95	8.66	8.17	10.44
EBITDA 利润率(%)	29.61	28.20	28.78	--
总资产收益率(%)	5.24	5.12	5.44	--
净资产收益率(%)	5.19	5.39	5.45	1.55*
流动比率(X)	0.88	0.95	0.75	0.74
速动比率(X)	0.78	0.84	0.64	0.63
存货周转率(X)	12.80	12.66	12.14	8.21*
应收账款周转率(X)	11.80	19.06	8.19	6.20*
资产负债率(%)	50.65	52.07	50.65	51.53
总资本化比率(%)	45.41	46.31	45.50	45.91
短期债务/总债务(%)	28.64	24.92	28.72	32.52
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	0.14	0.20	0.11*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.44	0.58	0.70	0.35*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.21	3.23	4.60	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.79	5.90	11.40	1.80*
总债务/EBITDA(X)	4.37	4.65	4.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.80	0.86	0.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.84	4.82	5.47	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.13	2.71	3.03	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将计入长期应付款科目的融资租赁款调入至长期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2020年一季度部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	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
	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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-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-税金及附加-期间费用+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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/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”。

附四：信用等级符号及定义

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。