

# 广东省粤电集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第二期) (面向合格投资者) 跟踪评级报告 (2021)

---

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 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。

■ 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](http://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 1463 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 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

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持广东省能源集团有限公司（公司原名为“广东省粤电集团有限公司”，以下简称“广东能源集团”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“18粤电02”的债项信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了2020年以来，公司装机规模持续增长、区域领先地位稳固；机组质量优质、电源结构不断优化、财务弹性良好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

广东能源集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,453.84	1,456.25	1,536.69	1,661.23
所有者权益合计（亿元）	696.22	718.71	736.11	786.53
总债务（亿元）	580.82	587.29	617.96	691.52
营业总收入（亿元）	458.31	496.91	489.76	128.27
净利润（亿元）	37.15	38.54	43.91	2.74
EBITDA（亿元）	129.25	142.99	145.74	--
经营活动净现金流（亿元）	86.49	120.23	103.35	9.87
资产负债率（%）	52.11	50.65	52.10	52.65
广东能源集团（本部口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	551.78	554.86	539.53	607.59
所有者权益合计（亿元）	312.49	317.28	326.21	362.05
总债务（亿元）	197.85	196.05	170.49	196.31
营业总收入（亿元）	42.99	42.70	34.17	11.38
净利润（亿元）	11.59	13.85	19.57	-1.89
EBITDA（亿元）	22.59	24.70	29.59	--
经营活动净现金流（亿元）	-1.52	13.74	9.91	1.00
资产负债率（%）	43.37	42.82	39.54	40.41

注：中诚信国际根据2019~2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **装机规模持续增长，区域领先地位稳固。**随着在建项目的陆续投产运营，截至2021年3月末，公司可控装机容量增至3,675.22万千瓦。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，2020年以来公司不断增加风电等可再生能源项目的投入，可再生能源装机占比不断提升，电源结构进一步多元化。

### 同行业比较

公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
浙能集团	3,429.11	2,764.26	52.13	1,073.85	89.84	15.37
河北建投	1,474.06	2,156.73	54.62	356.75	38.98	30.08
江苏国信	1,781.43	1,968.30	47.34	546.14	61.40	14.05
广东能源集团	3,650.52	1,536.69	52.10	489.76	43.91	22.32

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	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
18粤电02	AAA	AAA	2020/6/28	10	10	2018/09/25~2021/09/25	--

■ **财务弹性良好。**2020年以来，受益于未分配利润的积累，公司所有者权益规模进一步增长。虽然随着项目建设的推进，公司债务规模及财务杠杆水平均有所上升，但其资产负债率仍保持低位，财务弹性良好。

■ **融资渠道通畅。**公司拥有良好的银企关系，截至2021年3月末银行授信总额为3,446.71亿元，尚未使用额度2,936.96亿元。此外，下属控股子公司广东电力发展股份有限公司为上市公司（以下简称“粤电力”），拥有很强的融资能力。

### 关注

■ **行业环境变化。**目前，碳中和碳达峰目标的确立使得国家延续了对煤电新增装机规模的控制，并引导行业内企业加大了对清洁能源的投资力度。同时，新能源平价上网和电力体制改革的大力推进，导致各电源类型电价水平整体呈下降态势。此外，新能源占比的提升以及持续高位的煤炭价格亦导致燃煤发电机组盈利水平面临较大下行压力。

■ **一定的投资压力。**目前公司仍有一定规模的在建及拟建项目，截至2021年3月末，公司主要在建、拟建项目计划总投资610.50亿元，已投资150.80亿元。随着项目建设的不断投入，公司债务保持较快增长，未来或将面临一定的投资压力。

### 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 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 2021 年 3 月末，“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：**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。

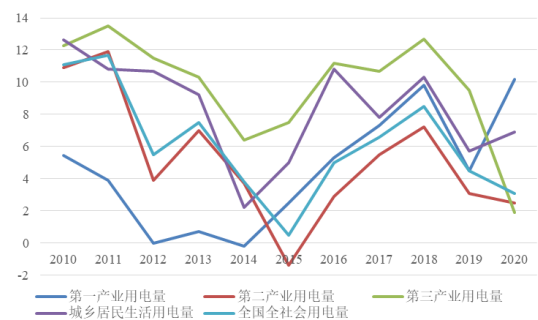
## 近期关注

**2020 年初，新冠肺炎疫情对我国经济带来较大冲击，但随着复工、复产等的持续推进，我国经济稳步复苏，全国全社会用电量增速逐季回升，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国内全社会用电量仍将保持低速增长**

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，受实体经济增速波动、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呈先扬后抑波动态势。其中，2020 年新冠肺炎疫情导致我国一季度及上半年的全社会用电量增速均为负值，但随着复工复产、复商复市的持续推进，全国经济稳步复苏，新冠肺炎疫情对用电需求的影响逐渐得到缓解，加之农网改造和脱贫攻坚等举措的持续推进，共同带动我国全年全社会用电量同比增长 3.1%。

<sup>1</sup> 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

图 1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

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 2020 年的 68.18%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，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。

中诚信国际认为，2020年初，新冠肺炎疫情虽对我国经济以及全社会用电量带来较大冲击，但其随着复工复产等的持续推进已呈稳步复苏态势，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国内全社会用电量仍将保持低速增长。

**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<sup>1</sup>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，全国看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

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，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；此外，近年来市场交易规模的不断扩大以及现货交易的开展，使得当地市场交易电价有所波动**

2020年，随着疫情防控形势持续向好，广东省 GDP 继续保持增长，增速与全国持平，其中，工业增加值增速虽有所放缓，但较快的经济及工业生产

恢复，带动当年广东省全社会用电量同比增长3.4%，增速高于全国水平0.3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。**值得注意的是**，目前广东省正积极推进电力现货市场交易，交易机制等相关政策尚存在不确定性；加之乌、白电站相继进入投产期，西电东送电量的增长或将对广东区域电力企业上网电量及收入规模形成挤压。

**2020 年以来，公司装机规模稳步增长，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**

2020 年以来，随着博贺煤电 1、2 号机组以及可再生能源项目的陆续投产运营，公司控股装机规模进一步增长，电源结构不断优化。截至 2021 年 3 月末，清洁能源装机占比为 12.99%。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 2021 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 57.03%。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。截至 2020 年末，公司所属广东省电网统调装机容量占广东境内统调装机容量的 22.81%，继续保持了较强的规模优势。

表 1：近年来公司电力装机情况（万千瓦）

指标	2018	2019	2020	2021.3
控股装机容量	3,215.06	3,310.41	3,650.52	3,675.22
其中：火电（含生物质、天然气）	2,877.09	2,940.09	3,197.69	3,198.29
水电	233.68	233.68	233.68	235.50
风电、太阳能	104.29	136.64	219.15	241.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2021 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<sup>2</sup>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 台 108.60 万千瓦和 2 台 175 万千瓦的核电机组，每年可为公司贡献可观的投资收益。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。

### 2020 年公司机组平均利用效率有所下降，导致发电量及上网电量同比减少，但市场化交易电量的持续大幅增长、电力现货市场交易推进、燃气机组上网电价下调和煤炭价格波动对公司机组盈利水平形成一定影响

2020 年，受西电东送电量及新增核电挤压、珠三角地区限煤以及新投产机组尚未完全释放产能等因素影响，公司发电机组平均利用小时数同比有所下降，进而导致发电量和上网电量均同比减少。2021 年一季度，受益于新冠肺炎疫情对于区域影响的逐步缓解以及装机容量的增加，公司发电量及上网电量分别较上年同期增长 57.10% 和 56.62%。中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情反复以及外送电量等因素对于公司机组运营的影响。

表 2：近年来公司发电业务运营指标

指标	2018	2019	2020	2021.3
发电量（亿千瓦时）	1,193.67	1,225.75	1,185.86	329.29
上网电量（亿千瓦时）	1,126.88	1,157.60	1,123.64	311.83
机组利用小时数（小时）	3,929	3,669	3,450	897
供电标煤耗（克/千瓦时）	312.40	307.60	300.80	300.70
平均上网电价（元/千瓦时）	0.385	0.405	0.398	0.398
市场化交易电量（亿千瓦时）	489.43	633.85	802.00	195.97

<sup>2</sup> 公司持有其 40% 股权。

<sup>3</sup> 2020 年 7 月 31 日，广东省发展改革委发布《关于调整我省天然气发电上网电价的通知》（粤发改价格〔2020〕284 号），其中规定省内使用澳大利亚进口合约天然气的 LNG 电厂的上网电价统一降低 0.049 元/千瓦时（含税，下同）；除以上机组外，全省其他天然气发电机组分为 9F 型及以上机组、9E 型机组、6F 及以下机组三种类型，各类型机组在限定的年利用小时数内，执行规定的上网电价，超过部分的上网电价统一

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，使得 2020 年以来供电煤耗进一步下降。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。

随着电力体制改革的不断推进，公司市场化交易电量占售电量的比重呈快速增长态势。2020 年，现货市场让利幅度相对较大，加之燃气机组电价下调<sup>3</sup>等因素，公司平均上网电价同比有所下降。

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”）<sup>4</sup>负责。2020 年，受煤电机组利用效率下降影响，公司煤炭采购量进一步减少。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，2020 年及 2021 年一季度，市场煤采购量分别为 643 万吨和 461 万吨。除采购国内煤炭外，公司还会适时从印尼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 2021 年 3 月末，公司共参股煤矿项目 6 个，分布在山西、贵州、内蒙古、澳大利亚和印尼等地区，煤质均为优质动力煤，项目全部达产后权益煤炭产量约 740.71 万吨/年。目前已投产项目 4 个，权益煤炭产量约 687.71 万吨/年。

燃料价格方面，2020 年初煤炭价格持续下降，但四季度以来，煤炭价格持续上涨，9 月底市场电煤价格已超过 600 元/吨，进入“红色区间”，受此综合影响，2020 年公司煤炭采购价格小幅上升。但 2021 年一季度煤炭价格较 2020 年全年大幅增长。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。

为 0.463 元/千瓦时。规定从 2020 年 8 月 1 日起执行。

根据通知，公司控股天然气机组上网电价进行相应调整，前湾 LNG 电站和惠州 LNG 一期电站的上网电价均由 0.5330 元/千瓦时调整至 0.4840 元/千瓦时；惠州 LNG 二期机组上网电价由 0.6650 元/千瓦时调整至利用小时在 3,500 小时（含）内按 0.6050 元/千瓦时核算，在 3,500 小时以上的部分按照 0.4630 元/千瓦时核算。

<sup>4</sup> 公司与粤电力各持有其 50% 股份。



**表 3：近年来公司电煤采购情况**

指标	2018	2019	2020	2021.3
电煤采购量（万吨）	3,873	3,680	3,308	997
其中：长协煤采购量	1,627	1,631	1,639	402
平均入厂标煤单价（元/吨）	905.55	784.36	788.10	1,042.65
重点合同煤兑现率	87%	90%	86%	79%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

天然气采购方面，目前公司所需天然气主要来自广东大鹏液化天然气有限公司（以下简称“广东大鹏”），公司与广东大鹏签订了期限 25 年的《天然气销售合同》，机组所需天然气的供给量和供给价格均可得到保障。另外，公司还与中国海洋石油集团有限公司等公司签订了天然气销售与购买协议书，保证机组所需天然气的长期稳定供给。

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。2020 年受益于客户的拓展，公司对外销售总量同比进一步增长。但 2020 年以来，公司煤炭销售价格随市场价格变化有所波动。公司下游客户主要为大型国有发电企业，结算模式以预付款形式为主。

**表 4：近年来公司煤炭对外销售情况**

指标	2018	2019	2020	2021.1-3
销售总量（万吨）	27.06	90.72	128.56	14.86
销售价格（元/吨）	678.63	555.53	582.00	507.89

注：该表为公司煤炭对外销售情况，统计口径与审计报告口径不一致；上表中销售价格为原煤销售价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2020 年以来，公司供热量有所增加，但售热价格有所降低；航运业务可控运力有所减少

目前，公司的供热业务由广东惠州天然气发电有限公司（以下简称“惠州 LNG 电厂”）和广东能源茂名热电厂有限公司（以下简称“臻能电厂”）负责。惠州 LNG 电厂供热区域主要为电厂所在石化工业园区，市场占有率约为 20%，供热能力为 600 吨/小时。臻能电厂供热区域主要为茂名市河西工业区，市场占有率约为 15%，供热能力为 270 吨/小时。公司的供热模式主要为直供，下游客户以大工业用户为主。2020 年以来，惠州 LNG 电厂和臻能

电厂的客户数量基本维持稳定，受用户供热参数下降影响，公司售热量有所增加。公司售热价格主要由成本及一定的成本利润率决定，2020 年以来随着燃料价格的下降而有所降低。整体来看，供热业务对公司整体利润的贡献不大。

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。2020 年以来，受航运市场变化以及公司航运业务发展等因素影响，广东海电船务有限公司出售 3 条船舶，运力共计 21.10 万载重吨，使得公司可控运力有所减少，但运力规模仍居全国散货船队前列。2020 年，下属航运企业为公司内部承运煤炭占公司煤炭总采购量的 81.70%。

**表 5：截至 2021 年 3 月末公司下属主要航运企业情况**

公司名称	船舶数量（艘）	载重吨（万吨）	公司持股比例
广东粤电航运有限公司	20	140.48	89.37%
广东海运股份有限公司	4	30.78	62.48%
广东省远洋运输有限公司	2	15.10	50%
超康投资有限公司	4	31.90	100%
合计	30	218.26	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 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，电源结构将不断优化，但也给公司带来一定投资压力

未来，公司将稳步发展传统发电业务，快速发展清洁能源及新增业务，部分业务实现跨越式发展，逐步由传统发电企业向发电、售电、天然气、煤炭、航运、环保、金融、供水等多轮驱动转变；同时，公司将逐步由立足广东向布局全国和境外转变，实现发电资产结构明显优化，相关多元业务占比显著提升，提高资产证券化水平。

公司不断推进可再生能源发电及燃气项目的建设。截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目中电力项目总装机规模 560.50 万千瓦。**值得注意的是**，国家大力推进平价上网项目建设，并严格规范补贴项目竞争配置<sup>5</sup>，这或将对公司在建风电项目的

积极推进平价上网项目建设；并网容量、开工规模已超出规划目标的省

<sup>5</sup> 2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《2020 年风电项目建设方案》，称

建设进度和盈利能力形成一定影响。此外，截至2021年3月末，公司主要在建、拟建项目计划总投资610.50亿元，已投资150.80亿元，未来或面临一定的资本支出压力。中诚信国际将持续关注风电

和光伏“平价上网”、按“全生命周期合理利用小时数”核定可再生能源发电项目中央财政补贴资金额度<sup>6</sup>等政策以及电力现货市场建设的推进对公司在建项目盈利能力的影响。

**表 6：截至 2021 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 资金额	截至 2021 年 3 月末已投资	未来投资金额	
				2021.4-12	2022
花都汽车城产业园区热电冷燃机联供项目	2×40（级）	35.40	10.70	5.80	12.00
沙角宁洲气电项目	2×70（级）	56.60	8.60	0.20	15.00
肇庆鼎湖天然气热电联产项目	2×46	30.00	2.30	2.70	8.00
粤电阳江沙扒海上风电工程项目	30.00	59.60	21.80	15.50	10.00
广东粤电珠海金湾海上风电项目	30.00	56.60	43.60	0.80	8.00
广东粤电湛江外罗海上风电项目（二期）	20.00	37.90	12.30	12.80	8.00
广东粤电湛江新寮海上风电项目	20.00	37.00	13.10	6.00	10.00
广西武宣合群风电场一期项目	5.00	4.80	2.50	1.30	1.00
湖南通道大高山风电场项目	5.00	5.30	2.60	1.20	1.50
湖南溆浦太阳山风电场一期项目	5.00	5.20	2.50	1.20	1.50
广东粤电南雄朱安村风电场项目	5.00	4.50	0.80	1.30	2.40
广东粤电平远泗水风电场工程	4.00	3.40	0.50	0.50	2.40
贵州从江达棒山风电项目	15.00	13.50	10.20	1.00	2.30
贵州安龙县万家桥农业光伏项目	9.00	3.40	1.90	1.10	0.40
湖南沅江大樟栏湖渔光互补发电项目	5.00	2.40	0.10	0.40	1.90
湖北襄阳襄城区尹集乡木桥村农光互补发电项目	9.00	3.90	--	0.50	3.40
平山县陆枫新能源科技有限公司农光互补发电项目	10.00	4.50	--	1.00	3.50
广东粤电织篁农场（三期）光伏复合项目	20.00	11.80	4.70	4.70	2.40
广东能源火炬农场农业光伏综合开发项目	3.00	1.50	0.30	0.60	0.60
广东能源惠州博罗观音阁镇光伏复合项目	10.00	5.80	3.80	1.20	0.80
广东能源葵潭农场光伏复合项目（一区）	20.00	9.10	1.80	3.60	3.70
广东能源惠州惠城汝湖镇光伏复合项目	20.00	9.20	1.00	3.10	5.10
广东粤电海丰光伏发电项目（一期）	3.50	1.70	0.20	1.30	0.20
阳江调峰储气库	计划一期建设 LNG 接收站及配套码头	53.80	5.50	1.40	10.00
<b>合计</b>	<b>560.50</b>	<b>456.90</b>	<b>150.80</b>	<b>69.20</b>	<b>114.10</b>

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

**表 7：截至 2021 年 3 月末公司主要拟建项目情况（万千瓦、亿元）**

项目名称	建设内容	计划总投资	自有资金	融资规模	预计投产时间
惠州 LNG 接收站	一期接收能力 280 万吨/年	50.00	10.00	40.00	2024 年
韶关港项目（乌石港区一期）	年货物吞吐量散货 1100 万吨	11.20	2.20	9.00	2022 年
惠州 LNG 接收站外输管道项目	管道全长 115km	21.40	4.30	17.10	2023 年
粤电赛洛汕头接收站项目	LNG 年处理量 300 万吨	66.00	13.20	52.80	2024 年
云浮-新兴天然气主干管道项目	管道线路全长约 35 公里	5.00	1.00	4.00	2022 年
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>153.60</b>	<b>30.70</b>	<b>122.90</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

份暂停 2020 年海上风电项目竞争性配置和核准工作。对照已公示的 2020 年底前可建成并网、2020 年底前可开工建设、2021 年底前可建成并网的三类项目清单，合理把握节奏和时序，有序组织建设。

<sup>6</sup> 2020 年 10 月，财政部、发展改革委、国家能源局联合印发《关于〈关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见〉有关事项的补充通知》（财建〔2020〕426 号），明确各类可再生能源发电项目的合理利用小时数，并明确了可再生能源电价附加补助资金（以下简称补贴资金）结算规则，即纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目，全生命周期补贴电

量内所发电量，按照上网电价给予补贴；在未超过项目全生命周期合理利用小时数时，按可再生能源发电项目当年实际发电量给予补贴；所发电量超过全生命周期补贴电量部分，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。

纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目，风电、光伏发电项目自并网之日起满 20 年后，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。

## 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 2019~2020 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。

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，将计入长期应付款及租赁负债科目的融资租赁款等调整至长期债务，2018 年财务数据取自 2019 年年初数，2019~2020 年及 2021 年一季度财务数据取自各期财务报表期末数。

**2020 年公司营业总收入有所减少，但毛利率同比有所上升，经营性业务利润基本维持稳定，资产减值损失的减少使得利润总额有所增加；2021 年一季度燃料价格的上升导致经营性业务利润及净利润均同比减少**

公司以电力销售为主业，2020 年上网电量的减少以及电价的下降使得公司营业总收入同比减少。但得益于天然气价格同比下降，当期电力及热力业务毛利率同比有所提升，进而带动营业毛利率上升。受益于下游需求量的增加，公司燃料销售业务收入同比增长，但毛利率相对较低的天然气业务收入占比提升使得燃料销售业务整体毛利率有所下降。同时，受新冠肺炎疫情影响，公司运输业务收入及毛利率均有所下降。2021 年一季度，受益于新冠肺炎疫情对于下游电力、热力需求量影响的缓解，公司营业总收入较上年同期增长 49.38%。但当期燃料价格大幅上升导致电力及热力业务毛利率下降，进而导致营业毛利率较上年同期下降 5.28 个百分点。

表 8：公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
电力及热力	434.74	471.17	455.60	121.88
燃料销售	8.58	11.55	19.29	2.54

<sup>7</sup> 根据北方联合电力有限责任公司（以下简称“北方联合电力”）发布的《关于 2020 年度发生超过净资产 10% 以上重大亏损事项的公告》，2020 年，北方联合电力根据自治区政府和地方政府政策，对存在淘汰风险的落后机组和退出的风机机组计提固定资产减值准备 22.96 亿元，受此影

运输	3.96	3.72	3.17	0.49
其他	11.03	10.47	11.71	3.36
<b>营业总收入</b>	<b>458.31</b>	<b>496.91</b>	<b>489.76</b>	<b>128.27</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~3</b>
电力及热力	17.63%	20.76%	22.81%	7.82%
燃料销售	11.54%	6.14%	4.20%	3.04%
运输	8.71%	9.07%	5.38%	11.35%
其他	43.06%	44.13%	37.54%	42.38%
<b>营业毛利率</b>	<b>18.05%</b>	<b>20.83%</b>	<b>22.32%</b>	<b>8.64%</b>

注：各板块业务收入加总与营业总收入不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用和管理费用为主。2020 年，债务规模的增加使得财务费用同比有所增长，加之研发投入增加以及归集管理的完善使得公司研发费用同比增长，受此影响，公司期间费用及期间费用率均有所上升。2021 年一季度，受益于 2020 年二、三季度新增债务融资成本较低，公司财务费用较上年同期有所减少，进而使得期间费用较上年同期有所减少，同时营业总收入有所增加，公司期间费用率同比下降。

经营性业务利润是公司利润的主要构成部分，2020 年基本维持稳定。公司投资收益主要来源于参股的煤炭及核电企业，2020 年获得现金分红 5.68 亿元，同比小幅增加。但当期受北方联合电力有限责任公司<sup>7</sup>和约旦 APCO Holdco 公司亏损等因素影响，公司投资收益有所减少。此外，2020 年公司下属广东粤电航运有限公司（以下简称“航运公司”）对散货船计提了资产减值损失 5.86 亿元、广东粤电博贺煤电有限公司因部分机组容量未能得到核准，计提固定资产减值准备 2.08 亿元，临沧粤电能源有限公司因持续经营亏损，对发电机组相关资产组计提减值准备 1.18 亿元。资产减值损失对于利润形成一定侵蚀，但规模较 2019 年有所减少，受此影响，2020 年利润总额及净利润均同比有所增长。2021 年一季度，受燃料价格上升导致经营成本提升影响，公司经营性业务利润较上年同期减少 48.47%，但对外投资企业盈利能力的提升以及营业外收入的增加使

响，2020 年该公司净利润为 -21.50 亿元，亏损金额达到净资产的 12.51%。截至 2021 年 3 月末，北方联合电力未经审计的净资产为 162.19 亿元；2021 年一季度实现净利润 0.92 亿元。截至 2020 年末，公司未对其计提资产减值损失。

得公司净利润基本维持稳定。

受益于利润总额的增长，2020 年公司 EBIT、EBITDA 和总资产收益率均同比上升。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（合并口径、亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	39.71	40.60	46.53	9.28
期间费用率(%)	8.66	8.17	9.50	7.23
经营性业务利润	39.95	59.67	59.82	1.46
资产减值损失	4.84	25.11	13.11	-0.01
投资收益	19.89	19.84	12.75	1.97
利润总额	48.41	54.54	62.48	4.73
EBIT	72.56	79.10	85.99	--
EBITDA	129.25	142.99	145.74	--
总资产收益率(%)	5.12	5.44	5.75	--

注：资产减值损失包含信用减值损失；由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，公司本部收入主要来源于运行承包费收入及技改等，规模相对较小，2020 年受新冠肺炎疫情影响同比有所减少。利润主要由投资收益构成，受益于控股子公司盈利能力提升，当期本部投资收益同比增加。此外，2020 年公司本部资产减值损失主要为计提的航运公司长期股权投资减值损失，对利润形成一定侵蚀。受以上因素综合影响，2020 年公司本部利润总额同比增长。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（母公司口径、亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	42.99	42.70	34.17	11.38
期间费用合计	12.93	12.22	11.58	2.37
期间费用率(%)	30.09	28.62	33.90	20.86
经营性业务利润	-9.61	-6.18	-6.67	-1.93
资产减值损失	-0.01	6.39	4.18	--
投资收益	29.54	26.95	30.21	0.03
利润总额	11.59	13.85	19.57	-1.88

注：资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2020 年以来，项目建设的推进提升公司资产及债务规模，短期债务占比及财务杠杆有所上升但仍保持在合理水平**

2020 年以来，公司总资产规模进一步增长，仍以非流动资产为主，其中固定资产、在建工程、长期股权投资和可供出售金融资产占比较高。随着博

贺煤电等项目建设的推进以及转固，截至 2020 年末公司固定资产规模有所增长。但根据新租赁准则，部分融资租赁固定资产重分类为使用权资产，受此影响，2021 年 3 月末公司固定资产有所减少。长期股权投资主要为对电力及煤炭等能源企业投资，2021 年以来规模有所增长。其他权益工具投资主要为持有阳光保险控股股份有限公司和深圳市创新投资集团有限公司等企业股权，受执行新金融工具准则，股权投资价值以公允价值计量的影响，2021 年 3 月末公司其他权益工具投资规模大幅增长。流动资产方面，2020 年以来公司货币资金有所减少，但仍保持在一定规模，其中截至 2020 年末受限货币资金为 11.91 亿元。公司交易性金融资产主要为下属的广东能源融资租赁有限公司和广东能源财产保险自保有限公司持有的货币资金投资业务，2020 年以来受投资安排的影响呈先减后增态势。同时，随着电力业务规模的增加以及新能源机组占比的提升，公司应收电费及可再生能源补贴款有所增加，进而推升应收账款规模。

经营性负债方面，2020 年以来随着运营规模的扩大，应付账款有所增加。截至 2020 年末，公司其他应付款有所增加，其中主要为应付工程款以及因博贺煤电 1、2 号机组暂估转固，并针对该等机组仍需购买的火电机组容量指标暂估的应付机组容量款。随着项目建设的不断推进，2020 年以来公司债务规模进一步增加，其中短期借款增速较快，推动短期债务占比上升，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，但债务规模增速相对较快，使得财务杠杆小幅上升。

**表 11：近年来公司主要资产、负债及权益情况（合并口径、亿元、X、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	122.17	89.66	73.99	74.28
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）	22.26	19.24	3.14	23.57
应收账款	63.04	58.30	77.03	82.79
存货	30.95	33.87	27.99	32.02
<b>流动资产</b>	<b>270.63</b>	<b>231.88</b>	<b>227.01</b>	<b>261.21</b>

可供出售金融资产	42.67	44.56	44.77	--
其他权益工具投资	15.66	31.42	35.48	141.32
长期股权投资	165.52	171.94	171.37	176.12
固定资产	723.48	706.14	816.75	788.21
在建工程	137.83	148.67	117.22	128.75
<b>非流动资产</b>	<b>1,183.21</b>	<b>1,224.37</b>	<b>1,309.68</b>	<b>1,400.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,453.84</b>	<b>1,456.25</b>	<b>1,536.69</b>	<b>1,661.23</b>
应付账款	51.97	58.13	61.44	60.17
其他应付款	56.56	56.47	82.45	72.98
短期债务	132.37	172.32	192.12	225.52
长期债务	448.45	414.97	425.83	466.01
短期债务/长期债务	0.30	0.42	0.45	0.48
<b>总债务</b>	<b>580.82</b>	<b>587.29</b>	<b>617.96</b>	<b>691.52</b>
<b>总负债</b>	<b>757.62</b>	<b>737.53</b>	<b>800.58</b>	<b>874.70</b>
实收资本或股本	230.00	233.00	233.00	233.00
未分配利润	206.62	216.80	229.98	231.62
少数股东权益	205.77	207.11	206.73	208.73
<b>所有者权益合计</b>	<b>696.22</b>	<b>718.71</b>	<b>736.11</b>	<b>786.53</b>
资产负债率	52.11	50.65	52.10	52.65
总资本化比率	45.48	44.97	45.64	46.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司口径方面，公司本部资产以长期股权投资为主，2020年受投资企业亏损等因素影响，长期股权投资有所减少。但受加大债务偿付力度的影响，当期末货币资金有所减少，进而导致2020年末总资产规模有所减少。2021年一季度，借款规模的增加推动货币资金规模回升，加之其他权益工具投资的增长，公司资产总额有所增加。2020年末，随着当年债务的偿付，公司本部总债务有所减少，短期债务占总债务比重有所下降。2021年3月末，公司总债务规模有所回升，且其中短期债务规模相对较大，债务结构有待优化。此外，随着利润的不断累积，公司本部所有者权益不断增加，进而使得本部财务杠杆保持相对较低水平，但仍需关注公司本部较大的分红规模<sup>8</sup>对资本累积的影响。

**表 12：近年来公司主要资产情况、负债及权益情况**  
(母公司口径、亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	22.58	28.52	13.96	32.20
应收账款	18.13	10.05	9.78	9.43
<b>流动资产</b>	<b>57.94</b>	<b>57.97</b>	<b>40.79</b>	<b>51.41</b>
可供出售金融资产	33.69	35.75	36.39	--
长期股权投资	435.78	443.19	440.67	448.70
其他权益工具投资	--	--	--	86.79

<sup>8</sup> 2018~2020年，公司本部对股东分红分别为9.53亿元、11.19亿元和10.18亿元，占归属于母公司所有者的净利润的比例分别为82.23%、

<b>非流动资产</b>	<b>493.84</b>	<b>496.89</b>	<b>498.74</b>	<b>556.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>551.78</b>	<b>554.86</b>	<b>539.53</b>	<b>607.59</b>
短期债务	39.34	94.77	70.09	95.48
长期债务	158.51	101.28	100.40	100.83
短期债务/长期债务	0.25	0.94	0.70	0.95
<b>总债务</b>	<b>197.85</b>	<b>196.05</b>	<b>170.49</b>	<b>196.31</b>
<b>总负债</b>	<b>239.29</b>	<b>237.58</b>	<b>213.32</b>	<b>245.55</b>
未分配利润	32.63	33.36	40.14	38.25
<b>所有者权益合计</b>	<b>312.49</b>	<b>317.28</b>	<b>326.21</b>	<b>362.05</b>
资产负债率	43.37	42.82	39.54	40.41
总资本化比率	38.77	38.19	34.32	35.16

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 2020年以来，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

2020年，受上网电量减少以及电价下降影响，公司经营性活动净现金流同比有所减少，但仍维持很强水平。同时，公司持续推进电力及天然气项目建设，使得投资活动现金保持大幅净流出态势。此外，借款规模的增加使得筹资活动现金净流出规模有所减少。2021年一季度，燃料价格的上升使得购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期大幅增长，进而导致经营活动净现金流较上年同期减少43.08%。同期，项目建设的持续推进使得公司投资活动净流出及筹资活动净流入规模均同比大幅增加。

2020年以来，受债务规模增长以及经营性获现水平下降影响，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所弱化。EBITDA对总债务的覆盖能力亦有所下降，但仍可良好覆盖利息支出。整体来看，公司各项偿债指标仍保持较好水平，且较强的盈利及偿债能力可为债务的偿付提供一定保障。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况**  
(合并口径、亿元、X、%)

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	86.49	120.23	103.35	9.87
投资活动净现金流	-66.53	-101.00	-100.63	-53.53
筹资活动净现金流	-23.03	-44.31	-18.59	42.28
经调整的经营净现金流/总债务	6.11	11.65	7.60	-1.30*

80.79%和52.02%。

经营活动净现金流/总债务	0.15	0.20	0.17	0.06*
经营活动净现金流/利息支出	3.23	4.60	4.10	--
总债务/EBITDA	4.49	4.11	4.24	--
EBITDA 利息保障倍数	4.82	5.47	5.79	--

注：带\*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021年一季度部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，受收入规模减少的影响，2020年公司本部经营活动净现金流同比减少。同期，受收回投资规模增加影响，投资活动净现金流入规模有所增长。随着债务的到期偿付，公司当期筹资活动现金呈大幅净流出态势。2020年，受债务规模增加影响，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所弱化。但利润规模的增长使得 EBITDA 相关偿债指标均有所提升。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况**  
(母公司口径、亿元、X、%)

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	-1.52	13.74	9.91	1.00
投资活动净现金流	1.24	11.77	19.79	0.21
筹资活动净现金流	1.40	-19.54	-44.26	17.03
经调整的经营净现金流/总债务	-10.65	-2.91	-5.10	-13.13*
经营活动净现金流/总债务	-0.01	0.07	0.06	0.02*
经营活动净现金流/利息支出	-0.16	1.56	1.25	--
总债务/EBITDA	8.76	7.94	5.76	--
EBITDA 利息保障倍数	2.38	2.81	3.74	--

注：带\*指标已经年化处理；由于缺乏相关数据，2021年一季度部分财务指标无法计算。

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2021年3月末，公司银行授信额度合计3,446.71亿元，尚未使用额度2,936.96亿元；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，下属控股子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2021年3月末，公司受限资产账面净值为39.71亿元，占当期末总资产的2.39%，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。

**表 15：截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况 (亿元)**

科目名称	账面净值	受限原因
货币资金	13.67	存放央行准备金、承兑汇票等保证金
应收票据	0.04	电费收费权质押、附有追索权银行承兑汇票贴现
应收账款	12.70	质押借款、电费收费权质押
固定资产	8.05	融资租赁固定资产、质押借款等
其他	5.25	山西能源股权质押；用作向中央银行再贴现的质押物的贴现票据、资本保证金
<b>合计</b>	<b>39.71</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

或有负债方面，截至2020年末，公司对外担保余额为5.30亿元，担保方式主要为质押和连带责任保证担保，目前被担保企业运营正常，公司代偿风险较小。

**表 16：截至 2020 年末公司对外担保情况 (亿元)**

被担保方	担保余额	担保方式
云南保山槟榔江水电开发有限公司	0.60	连带责任保证
广业投资集团有限公司	1.63	连带责任保证
广东粤能(集团)有限公司	2.08	质押
约旦油页岩发电公司	0.98	一般保证
<b>合计</b>	<b>5.30</b>	<b>--</b>

注：各项加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至2021年3月末，公司未决诉讼案件1起，系贵州粤电从江风能有限公司与四川新源电力工程有限公司、四川省岳池送变电工程公司建设工程施工合同纠纷案，涉案金额合计为0.26亿元，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，2018年~2021年6月3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

### 公司作为广东省属发电龙头企业，可得到广东省政府的有力支持

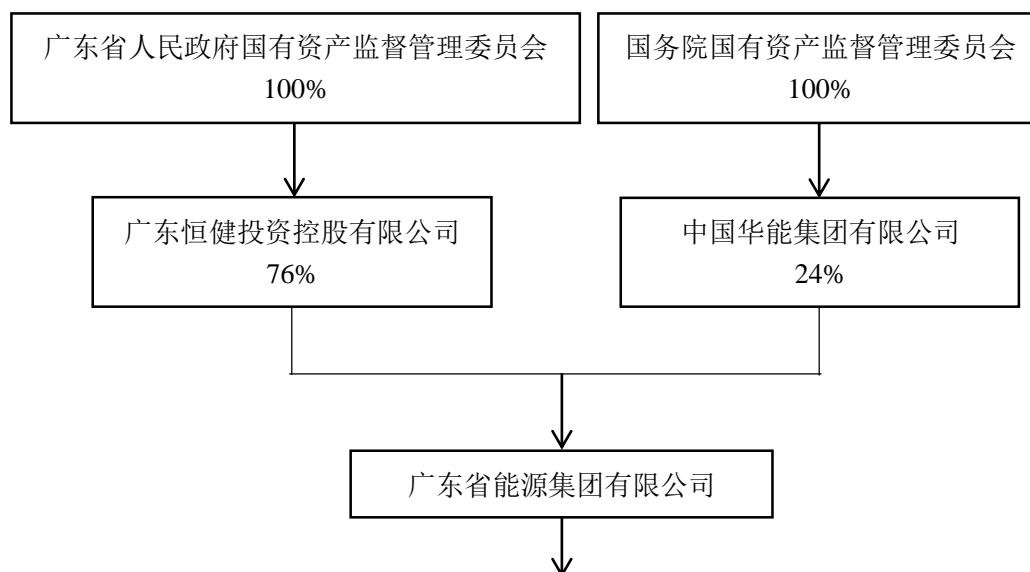
公司作为广东省内实力最强、规模最大的发电企业，持续推进对电源资产的投资，装机规模不断扩大。公司具备很强的规模优势，在广东省电力市场占有率最高。公司下属电厂覆盖了广东全省，系

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 02”的债项信用等级为 **AAA**。

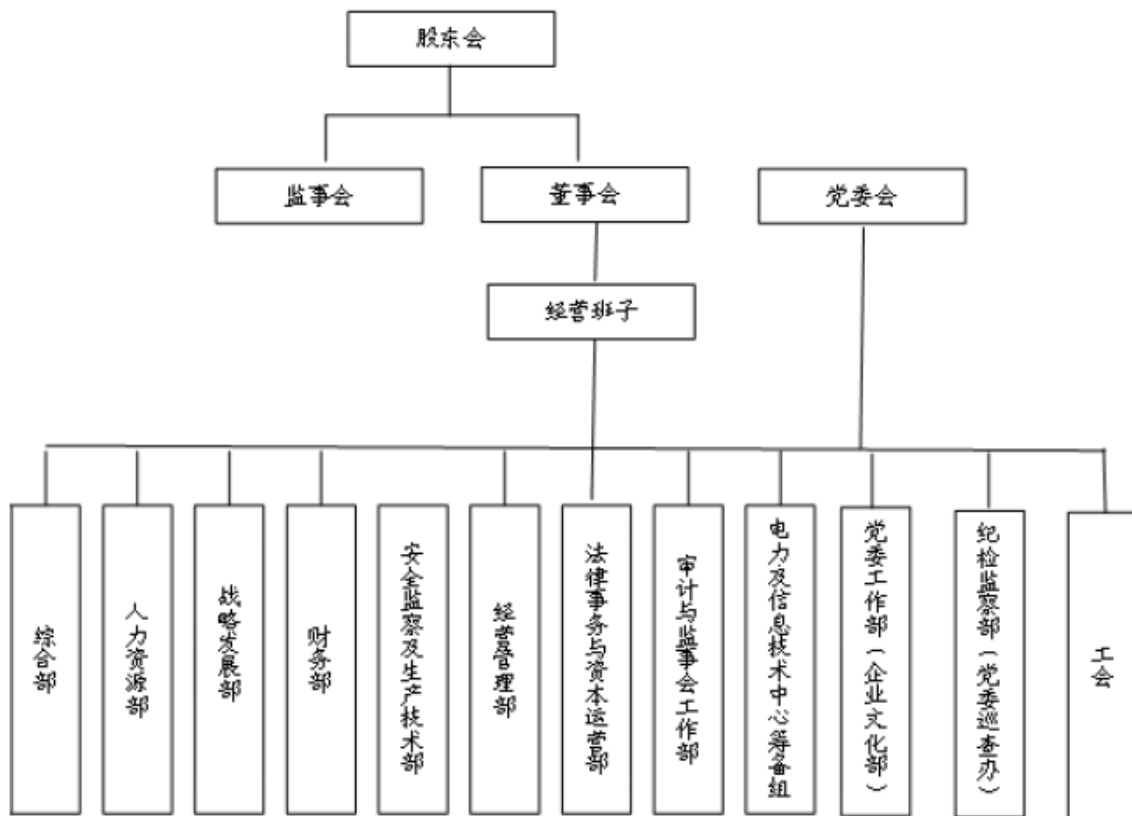
## 附一：广东省能源集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



公司名称	持股比例 (%)	享有表决权 (%)	公司名称	持股比例 (%)	享有表决权 (%)
广东粤电新丰江发电有限责任公司	100%	100%	广东海电船务有限公司	50%	50%
广东粤电枫树坝发电有限责任公司	100%	100%	山西粤电能源有限公司	87.86%	87.86%
广东粤电长潭发电有限责任公司	100%	100%	广东能源集团财务有限公司	92.41%	92.41%
广东粤电长湖发电有限责任公司	100%	100%	广东粤电中山热电厂有限公司	63%	63%
广东粤电长源发电有限责任公司	100%	100%	广东粤电置业投资有限公司	97.09%	97.09%
广东粤电青溪发电有限责任公司	100%	100%	广东粤电航运有限公司	89.37%	89.37%
大埔县梅江蓬辣滩水电站有限公司	100%	100%	广东粤电云河发电有限公司	90%	90%
广东粤电南水发电有限责任公司	100%	100%	内蒙古粤电蒙华新能源有限责任公司	60%	60%
广东粤电流溪河发电有限责任公司	100%	100%	广东省能源集团贵州有限公司	100%	100%
广东省电力开发有限公司	100%	100%	广东能源集团天然气有限公司	100%	100%
广东省电力工业燃料有限公司	84.42%	84.42%	广东能源融资租赁有限公司	92.41%	92.41%
广东省沙角（C厂）发电公司	100%	100%	广东能源财产保险自保有限公司	85.12%	85.12%
广东粤电发能投资有限公司	96.96%	96.96%	广东能源集团科学技术研究院有限公司	100%	100%
超康投资有限公司	100%	100%	广东能源集团（云浮）蓄能发电有限公司	85%	85%
珠海经济特区广珠发电有限责任公司	82%	82%	广东能源陆河蓄能发电有限公司	100%	100%
广东粤华发电有限责任公司	51%	51%	广东能源集团肇庆蓄能发电有限公司	100%	100%
广东电力发展股份有限公司	70%	70%	清远市粤能水电发展有限公司	51%	51%
天生桥一级水电开发有限责任公司	50%	50%	清远市粤能迳口水电有限公司	51%	51%

注：上表中为截至 2021 年 3 月末纳入合并范围的二级子公司情况。





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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,221,717.74	896,623.53	739,889.98	742,769.56
应收账款净额	630,411.85	583,043.97	770,313.66	827,896.77
其他应收款	102,119.57	107,326.54	173,073.95	184,043.33
存货净额	309,549.95	338,695.44	280,070.60	320,698.74
长期投资	2,238,492.47	2,479,283.73	2,516,212.44	3,174,435.66
固定资产	7,234,768.96	7,061,369.93	8,167,462.22	7,882,112.15
在建工程	1,378,290.67	1,486,673.73	1,172,240.20	1,287,537.61
无形资产	360,545.59	347,940.49	397,578.48	407,634.69
总资产	14,538,411.20	14,562,495.48	15,366,899.42	16,612,304.31
其他应付款	565,644.05	564,733.65	824,505.76	729,792.86
短期债务	1,323,690.23	1,723,214.61	1,921,230.58	2,255,150.55
长期债务	4,484,483.97	4,149,656.52	4,258,346.93	4,660,092.57
总债务	5,808,174.21	5,872,871.13	6,179,577.51	6,915,243.12
净债务	4,586,456.47	4,976,247.59	5,439,687.53	6,172,473.57
总负债	7,576,224.71	7,375,348.95	8,005,797.66	8,747,041.29
费用化利息支出	241,558.99	245,533.49	235,065.94	--
资本化利息支出	26,538.30	15,922.50	16,811.82	--
所有者权益合计	6,962,186.49	7,187,146.54	7,361,101.76	7,865,263.01
营业总收入	4,583,095.17	4,969,129.24	4,897,642.60	1,282,723.43
经营性业务利润	399,470.45	596,661.36	598,201.67	14,580.08
投资收益	198,872.94	198,413.74	127,523.01	19,662.42
净利润	371,501.08	385,379.25	439,078.54	27,403.99
EBIT	725,624.99	790,967.82	859,893.98	--
EBITDA	1,292,509.28	1,429,887.43	1,457,397.49	--
经营活动产生现金净流量	864,889.58	1,202,306.90	1,033,534.42	98,748.03
投资活动产生现金净流量	-665,308.80	-1,010,024.31	-1,006,295.53	-535,329.62
筹资活动产生现金净流量	-230,272.01	-443,120.27	-185,899.27	422,806.15
资本支出	731,177.31	872,128.48	1,292,068.05	370,651.08
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	18.05	20.83	22.32	8.64
期间费用率(%)	8.66	8.17	9.50	7.23
EBITDA 利润率(%)	28.20	28.78	29.76	--
总资产收益率(%)	5.12	5.44	5.75	--
净资产收益率(%)	5.39	5.45	6.04	1.44
流动比率(X)	0.95	0.75	0.63	0.69
速动比率(X)	0.84	0.64	0.55	0.61
存货周转率(X)	12.66	12.14	12.30	15.60*
应收账款周转率(X)	8.25	8.19	7.24	6.42*
资产负债率(%)	52.11	50.65	52.10	52.65
总资本化比率(%)	45.48	44.97	45.64	46.79
短期债务/总债务(%)	22.79	29.34	31.09	32.61
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.20	0.17	0.06*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.65	0.70	0.54	0.18*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.23	4.60	4.10	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	6.11	11.65	7.60	-1.30*
总债务/EBITDA(X)	4.49	4.11	4.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.98	0.83	0.76	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.82	5.47	5.79	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.71	3.03	3.41	--

注：1、2021年一季度财务报表未经审计；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等调入至长期债务；3、带\*指标已经年化处理；5、由于缺乏相关数据，2021年1~3月公司部分财务指标无法计算。

### 附三：广东省能源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	225,831.99	285,241.65	139,633.10	321,985.45
应收账款净额	181,268.88	100,488.16	97,757.80	94,258.94
其他应收款	30,756.74	39,537.06	40,242.33	29,039.05
存货净额	58,268.50	57,445.12	33,532.46	41,605.47
长期投资	4,694,729.64	4,789,391.64	4,770,567.39	5,354,913.98
固定资产	123,873.30	127,165.08	130,256.36	126,224.81
在建工程	19,362.18	8,145.37	7,861.99	8,459.84
无形资产	19,365.83	17,933.11	17,541.34	20,870.31
总资产	5,517,809.83	5,548,644.11	5,395,283.09	6,075,944.41
其他应付款	183,598.63	204,366.28	194,886.08	125,575.70
短期债务	393,388.09	947,659.93	700,855.82	954,847.24
长期债务	1,585,121.98	1,012,800.33	1,004,018.09	1,008,278.05
总债务	1,978,510.07	1,960,460.26	1,704,873.91	1,963,125.28
净债务	1,752,678.08	1,675,218.61	1,565,240.81	1,641,139.84
总负债	2,392,877.73	2,375,796.18	2,133,213.58	2,455,451.71
费用化利息支出	94,964.57	87,943.03	79,037.13	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	3,124,932.10	3,172,847.94	3,262,069.51	3,620,492.70
营业总收入	429,887.35	427,049.54	341,670.99	113,845.70
经营性业务利润	-96,098.20	-61,818.58	-66,745.80	-19,271.37
投资收益	295,443.19	269,480.04	302,083.10	346.76
净利润	115,937.43	138,468.71	195,684.14	-18,873.09
EBIT	210,902.00	226,411.75	274,721.26	--
EBITDA	225,909.51	246,993.36	295,947.14	--
经营活动产生现金净流量	-15,151.03	137,399.62	99,096.17	10,009.85
投资活动产生现金净流量	12,353.82	117,657.63	197,924.56	2,091.13
筹资活动产生现金净流量	13,995.46	-195,380.51	-442,629.78	170,251.37
资本支出	14,657.70	14,171.73	18,338.18	8,158.23
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	7.83	14.42	14.61	4.14
期间费用率(%)	30.09	28.62	33.90	20.86
EBITDA 利润率(%)	52.55	57.84	86.62	--
总资产收益率(%)	3.92	4.09	5.02	--
净资产收益率(%)	3.72	4.39	6.08	-2.19*
流动比率(X)	0.88	0.48	0.42	0.44
速动比率(X)	0.80	0.43	0.38	0.40
存货周转率(X)	7.30	6.32	6.41	11.62*
应收账款周转率(X)	2.98	3.03	3.45	4.74*
资产负债率(%)	43.37	42.82	39.54	40.41
总资本化比率(%)	38.77	38.19	34.32	35.16
短期债务/总债务(%)	19.88	48.34	41.11	48.64
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	0.07	0.06	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.04	0.14	0.14	0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.16	1.56	1.25	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-10.65	-2.91	-5.10	-13.13*
总债务/EBITDA(X)	8.76	7.94	5.76	--
EBITDA/短期债务(X)	0.57	0.26	0.42	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.38	2.81	3.74	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.22	2.57	3.48	--

注：1、2021 年一季度财务报表未经审计；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；3、带\*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2021 年 1-3 月公司本部部分财务指标无法计算。

## 附四：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”。

## 附五：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。