

跟踪评级公告

联合 [2019]705 号

广西桂东电力股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

广西桂东电力股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

广西桂东电力股份有限公司公开发行的“11 桂东 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一九年五月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

广西桂东电力股份有限公司

公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
11 桂东 02	2.28 亿元	7 (5+2) 年	AA	AA	2018.6.22

跟踪评级时间：2019 年 5 月 15 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	127.54	144.05	151.26
所有者权益 (亿元)	25.20	23.88	26.46
长期债务 (亿元)	48.43	25.38	28.35
全部债务 (亿元)	90.66	104.24	90.94
营业收入 (亿元)	102.45	119.33	33.27
净利润 (亿元)	1.00	1.01	2.75
EBITDA (亿元)	6.38	6.56	--
经营性净现金流 (亿元)	2.27	0.66	3.62
营业利润率 (%)	5.77	6.19	5.02
净资产收益率 (%)	3.60	4.13	10.94
资产负债率 (%)	80.24	83.42	82.51
全部债务资本化比率 (%)	78.25	81.36	77.46
流动比率 (次)	0.77	0.55	0.70
EBITDA 全部债务比 (%)	0.07	0.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.57	1.29	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.80	2.88	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款中“信托及融资租赁相关款项”已计入长期债务。

评级观点

跟踪期内，广西桂东电力股份有限公司（以下简称“桂东电力”或“公司”）积极开拓贸易业务，贸易业务收入大幅增加；售电及发电业务收入保持稳定；此外，公司逐步推进股权划转工作。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司电力业务易受自然气候条件影响、贸易业务毛利率较低、投资收益对营业利润影响较大、在建项目资金支出压力较大、公司债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司电网项目的建成投运，公司电网架构将进一步完善，盈利能力也有望提高；同时若股权划转工作完成，桂东电力实际控制人将变更为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广西国资委”），有利于公司综合竞争实力的提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“11 桂东 02”的“AA”债项信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司发挥成品油批发特许经营资质的优势，扩大贸易规模，贸易收入大幅增长，带动收入规模大幅增长。

2. 公司资产规模较年初大幅增加，可供出售金融资产规模较大，具备一定变现优势，资产受限比例低。

3、2018 年 11 月 27 日，桂东电力发布《广西桂东电力股份有限公司关于国有股权无偿划转暨间接控股股东变更进展情况的提示性公告》，若股权划转工作全部完成，桂东电力实际控制人将变更为广西国资委。

关注

1. 公司依然以水电为主，电源结构单一，

发电能力易受天气因素影响，对公司盈利能力产生一定影响。

2. 公司投资收益对营业利润影响较大；公司债务负担重，债务结构亟需调整。

3. 公司在建工程规模较大，且在建动力车间项目因“未纳入规划建设”列入停建项目名单，若未来不能恢复重建，将对公司经营情况及财务状况产生重大影响。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



王以岭

联合信用评级有限公司

一、主体概况

广西桂东电力股份有限公司（以下简称“公司”或“桂东电力”）成立于1998年12月4日，是经广西壮族自治区人民政府桂政函（1998）114号文批准，由广西贺州投资集团有限公司（原“贺州市电业公司”）作为主要发起人，以合面狮水电站和供电公司等经营性电源和电网资产投入设立的股份有限公司，初始注册资本为11,175万元。

2001年1月12日，经中国证监会证监发行字（2001）4号文核准，公司首次向社会公众公开发行普通股4,500万股，发行后总股本为15,675万股。2001年2月28日，公司发行的普通股股票4,500万股在上海证券交易所挂牌交易（股票简称“桂东电力”，证券代码“600310.SH”）。

截至2018年底，控股股东为广西正润发展集团有限公司（以下简称“正润集团”），持股50.03%；广西贺州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贺州市国资委”）通过广西贺州市农业投资集团有限公司（以下简称“农投集团”）持有正润集团85%股权，为公司实际控制人。

目前，公司正在进行相关股权划转，详见重大事项。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围和部门设置未发生重大变动。截至2018年底，公司在职员工人数为1,599人。

截至2018年底，公司合并资产总额144.05亿元，负债合计120.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计23.88亿元，归属于母公司的所有者权益18.83亿元。2018年，公司实现营业收入119.33亿元，净利润（含少数股东损益）1.01亿元，归属于母公司所有者的净利润0.68亿元；经营活动产生的现金流量净额0.66亿元，现金及现金等价物净增加额-3.38亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额151.26亿元，负债合计124.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计26.46亿元，归属于母公司的所有者权益21.76亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入33.27亿元，净利润（含少数股东损益）2.75亿元，归属于母公司所有者的净利润2.69亿元；经营活动产生的现金流量净额3.62亿元，现金及现金等价物净增加额-6.08亿元。

公司注册地址：广西贺州市平安西路12号；法定代表人：秦敏。

二、债券概况及募集资金使用情况

公司债券采取分期发行的方式，其中第一期发行规模为6亿元，第二期发行规模为4亿元，已分别于2012年4月16日和2012年6月20日发行完毕。公司发行的两期债券均为7年期固定利率

债券；第一期债券票面利率 6.3%，第二期债券票面利率 5.3%；采用单利按年计息，不计复利。第一期债券于 2012 年 5 月 22 日起在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“11 桂东 01”，证券代码为“122138.SH”，第二期债券于 2012 年 7 月 16 日挂牌交易，证券简称为“11 桂东 02”，证券代码为“122145.SH”。公司两期公司债券共募集资金净额 9.86 亿元，已于 2012 年全部用于归还银行贷款。“11 桂东 01”已于 2019 年 4 月 16 日完成本金及利息的兑付，并在上海证券交易所摘牌。

2017 年 6 月 2 号，公司公告，决定不上调“11 桂东 02”票面利率，即“11 桂东 02”存续期限后 2 年的票面利率仍为 5.30%，并在存续期限后 2 年固定不变。2017 年 6 月 20 号，公司发布公告，“11 桂东 02”回售申报有效数量为 171,985 手，回售金额为 171,985,000 元。本次回售实施完毕后，“11 桂东 02”债券在上海证券交易所上市并交易的数量为 228,015 手。

公司于 2018 年 6 月 20 日支付了“11 桂东 02”自 2017 年 6 月 20 日至 2018 年 6 月 19 日期间的利息。

三、行业分析

公司主要从事水力发电以及油品等相关产品贸易业务，受电力行业和石油石化行业影响较大。

1. 电力行业

(1) 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业。经过多年发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了变化，形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2018 年底，我国 1,000MW 超超临界机组超过 97 台，五大电力公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。同时，清洁能源装机容量连续保持较高增速，电源结构逐步优化。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》，2018 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,094 亿元，同比减少 1.8%；其中，电源工程建设完成投资 2,721 亿元，同比下降 6.2%；电网工程建设完成投资 5,373 亿元，同比增加 0.6%。

总体看，目前电力结构以火电为主，近年来我国火力发电技术水平快速提高，同时新能源机组占比及发电规模大幅增长；配电网建设仍存在较大发展空间；电源工程投资增速大幅放缓。

(2) 行业供需¹

2013 年以来，随着宏观经济增速的下滑，社会用电量增速下降，以及电力装机规模的大幅增长，电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

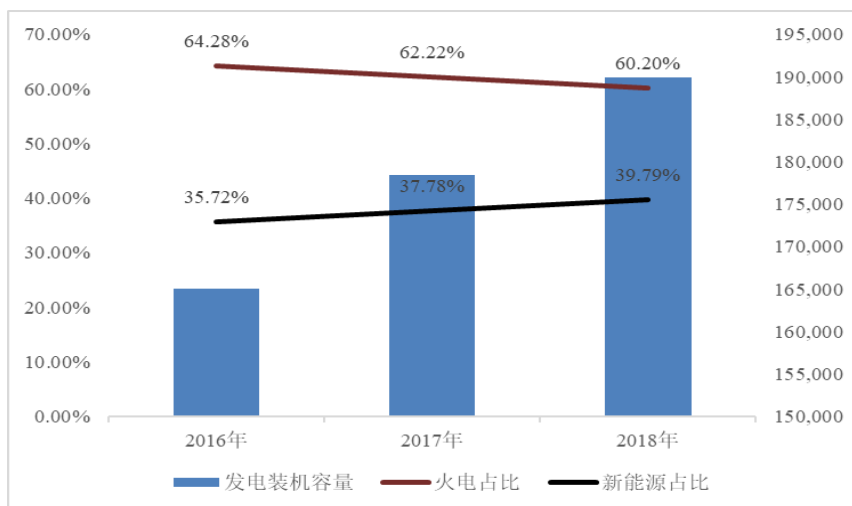
供给层面，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一

¹该部分数据来自于中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》

批煤电落后产能，我国火电装机容量增速明显放缓，在整体发电中的占比继续下降，但火电电力的主导地位仍不可动摇。2016~2018年，全国全口径发电装机容量分别为16.5亿千瓦、17.8亿千瓦和19.0亿千瓦，年均复合增长7.31%。其中，火电装机容量分别为10.6亿千瓦、11.1亿千瓦和11.4亿千瓦，年均复合增长3.70%，但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为64.28%、62.22%和60.20%。

2018年，全国新增发电装机容量12,439万千瓦，同比下降4.6%，其中，新增火电装机4,119万千瓦，同比下降7.5%；新增水电装机854万千瓦，同比降低33.7%。2018年5月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新能源发电装机受到影响。全年风电新增装机2,100万千瓦，同比增长20.3%，较市场预计25GW的装机规模有一定差距；光伏4,473万千瓦，同比下降16.2%；受益于三代核电站的陆续投产，核电新增装机884万千瓦，同比增加306.3%。

图2 2016~2018年我国电力装机容量以及发电类型占比情况（单位：万千瓦）



资料来源：中国电力企业联合会（中电联）
注：新能源包括水电、核电、风电以及太阳能发电。

电力生产方面，2016~2018年，我国全口径发电量分别为60,228亿千瓦时、64,171亿千瓦时和69,940亿千瓦时，年均复合增长7.76%；其中，2018年，我国实现全口径发电量同比增长8.4%。受电力消费较快增长等因素影响，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为3,862小时，同比增长73小时；水电3,613小时，同比增长16小时；核电设备利用小时7,184小时、同比提高95小时；全国并网风电设备利用小时2,095小时、同比提高146小时。2018年，全国弃风电量277亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点；全国弃光电量54.9亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高102、215和236小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66和65小时。我国弃风弃光问题继续得到改善。

分类型看，2018年，我国水电发电量12,329亿千瓦时，同比增长3.2%，占全国发电量的17.63%，比上年下降0.89个百分点；火电发电量49,231亿千瓦时，同比增长7.3%，占全国发电量的70.39%，比上年下降0.70个百分点；核电发电量为2,944亿千瓦时，同比增长18.7%，占全国发电量的比重4.21%，较上年提高0.36个百分点；并网风电发电量为3,660亿千瓦时，同比增长20.2%，占全国发电量的比重5.23%，较上年提高0.51个百分点；并网太阳能发电量为1,775亿千瓦时，同比增长50.7%，占全国发电量的比重2.54%，较上年提高0.71个百分点。非化石能源发电量持续快速增长，生产结

构持续优化。

电力消费方面，2016~2018年，随着我国高技术及装备制造业、高载能行业用电快速增长，以及2018年“煤改电”政策的实施，全国全社会用电量分别为59,187亿千瓦时、63,094亿千瓦时和68,449亿千瓦时，年均复合增长7.54%。其中，2018年全社会累计用电量同比增长8.5%，增速同比提高1.9个百分点，为2012年以来最高增速。分产业看，第一产业累计用电量728亿千瓦时，同比增加9.8%，第二产业累计用电量47,235亿千瓦时，同比增长7.2%（其中，高技术及装备制造业用电量同比增长了9.5%），占全部用电量的69.0%（上年为70.4%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为10,801亿千瓦时和9,685亿千瓦时，分别同比增长12.7%和10.4%。

总体看，随着2016年开始的停建缓建政策，我国电力投资规模、发电量增速均出现了一定程度的下降，同时，随着2017年以来宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局进一步优化。

（3）行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表1 2018年以来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》	发改委、财政部、国资委、工信部等6部委	煤电行业淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组，2018年全国淘汰关停400万千瓦煤电落后产能。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度，中部地区具备条件的机组2018年完成，西部地区于2020年完成。	2018年4月
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	提高市场化交易电量规模、推进各类发电企业进入市场、放开符合条件的用户进入市场、积极培育售电市场主体、完善市场主体注册、公示、承诺、备案制度、规范市场主体交易行为、完善市场化交易电量价格形成机制、加强事中事后监管、加快推进电力市场主体信用建设。	2018年7月
《关于印发2018年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》	能源局	继续加大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，2018年全国完成超低排放改造4,868万千瓦，节能改造5,390.5万千瓦。	2018年8月
《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》	发改委、能源局	推进电力交易机构股份制改造、充分发挥市场管理委员会作用、进一步规范电力交易机构运行。	2018年8月
关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报	发改委、能源局	加快推动试点工作，国家发改委和能源局决定建立增量配电业务改革试点进展情况每月通报制度。	2018年10月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点；同时，我国政府通过电价调整、化解过剩产能以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

（4）行业关注

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中有六成为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

我国政府为降低用电企业的用电成本，连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈，且 2016 年供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升并稳定在较高水平，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

(5) 未来发展

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，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，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。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

2. 石油石化行业

2018 年，中国经济保持稳定增长。在油气行业整体回暖，国际油气价格回升的背景下，业内企业利润空间有所释放、国内成品油供应充足、竞争激烈、化工品需求增长、环保要求从严等行业环境下，业内企业也面临着一定经营压力。但整体看，由于石油石化行业在国民经济中占据重要地位，业内相关能源类企业仍保持着强大的竞争力。

原油、天然气市场方面，2018 年，国际原油价格前三季度震荡上行，第四季度快速单边大幅下跌。普氏布伦特原油现货价格全年平均为 71.03 美元/桶，同比增长 31.1%。随着国家能源结构调整，境内天然气需求旺盛，据统计，全年境内天然气表观消费量达 2,803 亿立方米，同比增长 18.1%。

成品油市场方面，2018 年，境内成品油市场需求保持增长，市场资源总体供给过剩、竞争激烈。据发改委统计，成品油表观消费量（包括汽油、柴油和煤油）为 3.25 亿吨，同比增长 6.0%。其中，汽油增长 7.8%，煤油增长 8.4%，柴油增长 4.1%。境内成品油价格随国际油价走势及时调整，全年成品油价格调整 24 次，其中上调 13 次，下调 11 次。

2018 年，境内化工市场需求保持快速增长。据中国石化统计，境内乙烯当量消费量同比增长 9.2%，合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比分别增长 7.7%、7.6% 和 0.6%。国内化工产品价格走势与国际市场相同。

在石油石化行业政策方面，2019 年 3 月，国家能源局印发《石油天然气规划管理办法》（2019 年修订）（下称“管理办法”）。管理办法要求，规划编制要落实能源生产和消费革命，贯彻油气体制改革、天然气产供储销体系建设、大力提升油气勘探开发力度等工作要求，明确指导思想、基本原则、

发展目标、重点任务、产业布局、重大工程，加强科技创新，强化政策支持和措施保障，保障国家能源安全，服务能源结构转型。管理办法提出，重大项目布局应该遵循：大力提升国内油气勘探开发力度，保障能源安全；跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划；纳入石油天然气规划的 LNG 接收站项目应符合天然气稳定供应需要和储气能力建设相关规划及方案。

2019年3月，《石油天然气管网运营机制改革实施意见》通过中央深改委会议审议，国家管网公司将分三阶段进行：首先，中国石油天然气集团公司、中国石油化工集团公司及中国海洋石油集团有限公司将旗下管道资产及员工剥离，并转移至新公司，再按各自管道资产的估值厘定新公司的股权比例；其次，新管网公司获注入资产后，拟引入约50%社会资本，包括国家投资基金及民营资本，新资金将用于扩建管网；最后，新管网公司将寻求上市。管道公司成立会加快天然气市场化进程，为上下游创造公平准入的条件，有助于提高天然气销售价格和销售量。

总体看，中国经济稳定增长，国际原油市场供需基本面总体好转。作为国民经济的战略性支柱产业，未来石油、石化行业的稳定发展仍将得到国家有力支持。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。

由于工作变动，公司董事邹雄斌先生和朱震先生辞去公司董事及董事会相关委员会委员职务；公司监事黄云保先生和高晓菲女士辞去公司监事职务；公司职工监事周艳女士辞去公司职工监事职务。为保证公司监事会正常运作，根据《公司法》及《公司章程》的相关规定，公司于2018年9月14日召开职工代表大会，会议补选吴锦女士为公司第七届监事会职工监事，任期自当选之日起至第七届监事会任期届满。

总体看，跟踪期内，公司核心管理人员变动不大，管理体制未发生重大变化，经营管理状况稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入119.33亿元，同比大幅增长16.48%，主要系公司贸易业务规模扩大所致。受公司售电及油品毛利率小幅增长、投资净收益及营业外收入贡献，公司净利润同比增长1.27%至1.01亿元。

从主营业务收入构成来看，2018年公司售电业务收入16.06亿元，同比增长3.61%；发电业务收入3.21亿元，同比下降11.81%，主要系公司水电站所在流域上游来水偏少，部分电厂流域属于特枯水年份影响，导致公司发电量减少；同时平均上网电价下降所致。公司油品业务收入98.63亿元，较上年增长16.19%，主要系油品业务规模增长所致。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%、百分点）

产品	2017年			2018年			收入变动率	毛利率变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
售电	15.50	15.15	10.79	16.06	13.46	13.20	3.61	2.41
发电	3.64	3.55	58.69	3.21	2.69	55.93	-11.81	-2.76
油品	84.89	82.98	2.27	98.63	82.67	3.06	16.19	0.79

电力设计咨询	0.96	0.94	49.90	2.69	2.25	24.29	180.21	-25.61
其他	0.06	0.06	-17.90	1.24	1.04	4.30	1,966.67	22.20
减：公司内部抵消数	2.75	2.69	--	2.52	2.11	--	-8.36	--
合计	102.31	100.00	5.95	119.31	100.00	6.40	16.62	0.45

资料来源：公司年报

从毛利率来看，公司售电业务毛利率上升 2.41 个百分点至 13.20%；受水电站所在流域上游来水偏少，部分电厂流域属于特枯水年份影响，发电设备利用小时数有所下降，公司发电毛利率下降 2.76 个百分点至 55.93%；公司油品业务毛利率较上年小幅增长 0.79 个百分点至 3.06%。受上述因素影响，2018 年公司综合毛利率为 6.40%，较上年增长 0.45 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.27 亿元，较上年同期下降 2.91%；同期，净利润 2.75 亿元，较上年同期增加 3.45 亿元（上年同期亏损 0.70 亿元），主要系一是本期执行新金融工具准则将公司持有的国海证券股票重分类至交易性金融资产，其公允价值变动 28,519.84 万元计入损益；二是本期自发电量同比大幅增加，外购电量减少，发、供电利润同比增加约 8,300 万元所致。

总体看，2018 年，公司贸易经营规模扩大带动营业收入大幅上升，综合毛利率小幅增长。同时，受售电及油品毛利率小幅提升、投资净收益及营业外收入贡献影响，公司净利润小幅增长。公司贸易业务毛利率仍处于较低水平，整体盈利水平较低。

2. 售电与发电业务

公司是从事水力发电、供电和配电业务一体化经营的地方电力企业，公司同时拥有电厂和电网，发供电网络较为完整。公司电力主业拥有政府特许经营权，取得广西工业和信息化委员会核发的《供电营业许可证》，具有独立的供电营业区，保持“厂网合一”对区域电力供应的竞争优势。

发电

截至 2018 年底，公司自有及控股装机容量为 37.76 万千瓦，权益装机容量为 34.41 万千瓦，较上年小幅减少，主要系公司原控股子公司江华流车源水电有限公司分立后，公司全资子公司江华流车源河口水电有限公司装机总容量较分立前减少 0.5 万千瓦所致。

表 3 公司电力资产情况（单位：万千瓦、%）

经营单位	总装机	类型	公司权益	权益装机
合面狮电厂	8.00	水电	100.00	8.00
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
昭平水电厂	6.30	水电	93.00	5.86
京南水电站	6.90	水电	100.00	6.90
上程电站	0.36	水电	96.95	0.35
丹竹水电站	0.60	水电	100.00	0.60
流车源水电厂	0.50	水电	100.00	0.50
小古源水电厂	0.40	水电	100.00	0.40
森聪水电厂	0.38	水电	100.00	0.38
云滕渡水电厂	0.32	水电	100.00	0.32
芳林电站	0.06	水电	100.00	0.06
合计	37.76	--	--	34.41

资料来源：公司提供

水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。2017~2018年，公司电站所处流域来水情况有所下降，机组平均利用小时数分别为4,661小时和4,297小时；公司发电量分别为17.64亿千瓦时和16.34亿千瓦时。2018年，公司机组平均利用小时数和发电量同比分别下降364个小时和7.37%，上网电量同比下降9.86%至15.72亿千瓦时。平均上网电价由0.2876元/千瓦时降至0.2512元/千瓦时。

表4 公司电力生产经营指标

项目	2017年	2018年
总发电量（亿千瓦时）	17.64	16.34
上网电量（亿千瓦时）	17.44	15.72
机组平均利用小时数（小时）	4,661.00	4,297.00
平均上网电价（元/千瓦时）	0.2876	0.2512
综合厂用电率（%）	2.26	2.18

资料来源：公司提供

总体看，2018年公司各水电厂流域全年来水同比偏少，机组平均利用小时数同比下降，发电量小幅下降；平均上网电价小幅下降。

售电

公司拥有独立经营管理的区域性地方电网。公司发电量目前只能满足供电区域内部供电需求，公司保持一定的外购电力，主要来自广西电网与湖南电网以及向附近的小水电采购。

表5 公司售电情况（单位：亿千瓦时、元/千瓦时、%）

项目	2017年	2018年
总售电量	37.83	38.99
其中：外购电量	23.25	24.19
外购电占比	61.46	62.04
平均售电价格	0.469	0.466
线损率	3.02	2.55

资料来源：公司提供

2018年，公司全年售电量为38.99亿千瓦时，同比增长3.07%；公司外购电量规模和占比均小幅增长，公司外购电量为24.19亿千瓦时，同比增长4.04%。

购电价格方面，2018年外购电平均电价为0.426元/千瓦时，较上年外购电平均电价下降0.024%。

售电价格方面，2018年公司全年平均售电价格0.466元/千瓦时，同比下降0.64%。

总体看，2018年，公司总售电量有所增长，但外购电量规模和占比均小幅增加；平均售电价格小幅下降且下降幅度高于外购电平均电价降幅，售电业务盈利空间减少。

3. 油品业务

广西永盛石油化工有限公司（以下简称“广西永盛”）为公司的贸易业务平台。广西永盛充分发挥拥有的成品油批发经营资质，专注于石化产品贸易经营，通过与上游客户建立紧密的战略合作，在做大客户大宗贸易基础上开展终端批发市场开拓，逐步形成从原料供应到产品生产直到销售终端的产业链。

产品采购方面，公司业务重心逐步转移到油品业务，2018年，石油化工产品采购量达到177.28

万吨，较上年小幅下降 0.47%；煤炭采购量 1.82 万吨，较上年大幅下降 93.12%。采购价格方面，2018 年，国际油价有所回调，但整体价位相对 2017 年处于高位，公司石油化工产品采购均价进一步上升至 5,534.98 元/吨。

表 6 公司贸易各产品采购及销售情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2017年			2018年		
	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价
石油化工	178.11	82.26	4,618.85	177.28	98.12	5,534.98
煤炭	26.44	1.50	569.82	1.82	0.09	470.30

资料来源：公司提供

公司油品业务下游客户为中石油、中石化、中海油、中化等央企以及油品化工二级经销商。对于央企单位一般是货到一个星期内收到货款。对于经销商，广西永盛采取先收款后发货的形式。

表 7 公司油品业务产品销售情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目	2017年			2018年		
	销售量	销售金额	销售均价	销售量	销售金额	销售均价
石油化工	173.49	82.75	4,770.24	172.77	98.26	5,687.28
煤炭	23.80	1.37	578.56	6.73	0.40	601.60

资料来源：公司提供

2018 年，随着公司贸易业务重心由之前的煤炭贸易转向油品业务，公司煤炭销量和销售收入均较上年大幅下降，分别下降至 6.73 万吨和 0.40 亿元。2018 年，公司石油化工产品销售量为 172.77 万吨，较上年变化不大，销售收入同比增长 18.74%，主要系国际油价维持高位运行，石油化工产品销售价格有所上涨，拉动公司石油化工产品销售金额增长所致。

2017~2018 年，石油化工采销率保持较高水平；石油化工价差为 110.83 元/吨，较上年增加 41.47 元/吨。2018 年公司煤炭采销率大幅增长且超过 100%，主要系公司销售存煤所致；煤炭价差为 131.30 元/吨，较上年增加 54.92 元/吨。

表 8 公司油品业务产品采销率及价差情况（单位：%、元/吨）

产品	2017年		2018年	
	采销率	价差	采销率	价差
石油化工	97.95	110.83	97.46	152.30
煤炭	92.21	76.38	369.78	131.30

资料来源：公司提供

2018 年，前五名供应商采购额 299,835.99 万元，占年度采购总额 27.92%；公司前五名客户销售额 454,629.12 万元，占年度销售总额 38.30%，采购及销售集中度较低。

总体看，公司业务重心逐步转移到油品业务，采销规模较为稳定，但受油价上涨影响，收入规模大幅增长，但盈利水平低。

4. 在建项目

截至 2018 年底，公司在建项目计划总投资额为 58.41 亿元，其中 29.45 亿元为公司铝电子动力车间及其配套项目，该项目已于 2017 年 10 月停建。截至 2018 年底，动力车间项目暂未收到恢复重

建文件，整体完成进度约 80%，投资已超过 80%，若未来不能恢复重建，将对公司经营情况及财务状况产生重大影响。在建项目 2019 年计划投资为 7.54 亿元，预计建成投运后，公司电网架构将进一步完善，盈利能力也有望提高。

表 9 在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	计划投资额	截至2018年底已投资	项目进度	2019年计划投资
全资子公司桂旭能源投资建设贺州市铝电子产业动力车间项目	294,452.00	258,303.36	83.07	56,252.07
全资子公司永盛公司投资建设石化仓储项目	15,247.62	11,490.00	75.36	2,835.00
江口开关站至天堂变电站110千伏输电线路工程	11,748.24	8,711.29	100.00	440.00
贺州市铝电子产业项目（一期）220千伏送出线路工程	24,856.00	21,705.81	87.32	1,210.00
220千伏扶隆输变电工程	18,859.53	14,883.46	71.72	135.00
220千伏立头输变电工程	14,518.22	6,718.60	38.67	5,720.00
铁路专用线	51,700.00	49,730.17	91.69	770.00
上程水电站	32,028.50	23,437.34	55.00	8,000.00
变电站及线路工程	19,139.00	14,211.11	82.00	--
供水扩建工程	6,350.00	5,685.54	89.54	--
农网改造工程	9,200.00	6,269.91	56.63	--
其他	85,959.7	7,223.64	--	--
合计	584,058.81	428,370.23	--	75,362.07

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目未来投资规模不大，但考虑到公司经营情况及现金流情况，随着公司在建工程的逐步推动，公司债务规模及债务负担将持续加重；同时动力车间项目若未来不能恢复重建，将对公司经营情况及财务状况产生重大影响。

5. 重大事项

控股股东正润集团重组事项

公司于 2018 年 3 月 27 日发布公告称收到广西贺州市人民政府与广西投资集团有限公司（以下简称“广西投资集团”）共同签署的《关于广西投资集团或旗下子公司控股广西正润发展集团有限公司的合作协议》，双方拟以桂东电力控股股东正润集团为合作平台，共同推进双方在能源、铝业等产业的深度合作。

广西投资集团作为战略合作方，通过国有资产划转的方式取得正润集团全部或部分股权并实现对正润集团的控制地位，并间接持有桂东电力部分股权。重组完成后正润集团作为双方合作平台，共同推进以下合作事项：

（1）广西投资集团将择机将旗下优质能源资产逐步注入桂东电力。

（2）广西投资集团承诺将所属企业电容量指标注入桂东电力，推进其发电机组顺利启动、运营。

（3）全力推进广西投资集团的来宾片区局域网与桂东电力局域网的融合。连接局域网，拓宽电网覆盖区域，全面提升电网运营能力、运营的经济性、市场竞争力。全面打造局域电网、电力企业的运营格局，大幅提升局域电网、电力企业的盈利能力。

2018 年 11 月 27 日，桂东电力发布《广西桂东电力股份有限公司关于国有股权无偿划转暨间接控股股东变更进展情况的提示性公告》称，公司于 2018 年 11 月 26 日收到间接控股股东农投集团的通知，广西投资集团与农投集团签订《广西贺州市农业投资集团有限公司与广西投资集团有限公司

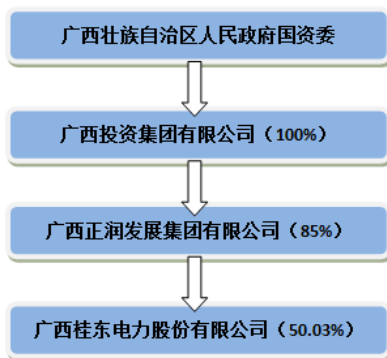
关于广西正润发展集团有限公司无偿划转协议》(以下简称“无偿划转协议”),约定农投集团将持有的广西正润发展集团有限公司 85% 股权无偿划转至广西投资集团(以下简称“本次无偿划转”)。

本次无偿划转后,农投集团不再持有正润集团股权,广西投资集团直接持有正润集团 85% 股权,并通过正润集团间接持有桂东电力 414,147,990 股股份(占桂东电力总股本的 50.03%)。广西投资集团为桂东电力的间接控股股东。

截至 2019 年 3 月底,该事项已获得贺州市国资委同意和广西国资委批复、中国证监会豁免广西投资集团对公司要约收购义务的审批,并收到国家市场监督管理总局《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》,广西投资集团已披露《收购报告书》。

该股权划转工作全部完成后,公司控股股东仍为广西正润发展集团有限公司,间接控股股东为广西投资集团,实际控制人为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会。具体产权及控制关系如下:

图3 股权划转工作全部完成后公司股权结构图



资料来源:公司年报

广西桂旭能源发展投资有限公司在建的动力车间项目

2017 年 10 月 20 日,公司发布公告称收到贺州市发改委转发的《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》,通知中将公司全资子公司广西桂旭能源发展投资有限公司(以下简称“桂旭能源”)在建的动力车间项目以“未纳入规划”为理由被列入停建范围,并要求列入停建范围的项目,国家能源局各派出能源监管机构不得颁发电力业务许可证书,电网企业不予并网。同时要求停建的手续不全项目,在依法依规取齐开工必要支持性文件,相应省级发改委(能源局)会同派出能源监管机构等部门和单位确认后,由国家发展改革委、国家能源局根据电力发展“十三五”规划实施情况,研究后续建设问题。

2018 年 8 月 20 日,公司发布《广西桂东电力股份有限公司关于全资子公司桂旭能源与柳州发电公司签订《机组容量指标转让协议》的公告》,公告称公司全资子公司桂旭能源拟受让广西柳州发电有限责任公司(简称“柳州发电公司”)2×220MW 机组容量指标。截至 2018 年 12 月底,桂旭能源已与柳州发电公司签订协议受让其 2×220MW 机组容量指标,积极推进动力车间项目复工建设工作。

公司动力车间项目接到相关停建文件后,动力车间项目主体工程均已停止建设,桂旭能源只对已建成部分建筑及前期购入的设备进行日常维护工作,并支付前期未付的设备款及部分建设工程款项。

总体看,广西贺州市人民政府与广西投资集团签署协议的顺利推进,将提升公司的运营经济性

以及盈利能力；同时若桂东电力实际控制人变更为广西国资委，有利于公司外部环境等多因素提升；桂旭能源在建的动力车间项目，若未来无法恢复建设，将对公司经营成果及财务状况产生较大影响。

6. 经营关注

(1) 公司的盈利能力与水电的盈利水平具有较强的相关性，经济增速波动及区域用电负荷变动将导致电力需求的减少，从而影响公司的电力销售、盈利能力及财务状况；公司贸易业务盈利水平处于较低水平，导致公司整体盈利水平处于较低水平，若贸易业务盈利水平有所波动，将对公司整体盈利水平产生较大影响。

(2) 随着国家电力体制改革的全面深化、电力交易改革的推进以及地方直购电政策的实施，各发电企业在售电量、电价方面的经营压力增加。此外，广西省内火电、水电以及新能源等发电机组的集中投产等因素也可能加剧行业竞争，对公司经营业绩带来一定不利影响。

(3) 公司电力业务主要是水力发电，电源结构单一，同时公司装机规模小，尚未能够满足区域电力需求，需长期外购电量发电能力；另外受降雨量等自然天气条件影响较大，降雨量不足或来水不均将会对公司水电站的发电量产生不利影响，公司发电量减少或不足将导致成本较高的外购电量增加，降低公司盈利能力。

7. 未来发展

为有效应对国内外经济发展新变化，适应经济发展新常态，融入国家“一带一路”建设、粤港澳大湾区经济圈建设及自治区创建“东融”试验区的步伐，公司根据自身实际，把握国家电力体制改革的重要战略机遇，深化改革，充分利用上市公司平台，坚持“以发供电为主、做大做强电力主营业务，稳步拓展油品业务及新型建筑材料产业”的发展思路，形成电力、油品及新型建筑材料产业相互促进、相互支持、共同发展的新格局。

电力业务方面，公司将全力推进电源、电网项目建设，积极寻找优质电源，不断优化自身发电资源，扩大电源权益装机容量规模。完善和提升网架，做好主网架升级工作，扩大网架覆盖范围，增加供电业务量，提高电网运行的安全性和可靠性。积极顺应国家电力体制改革政策，主动参与市场竞争交易，积极开拓增量配网业务，发展区内外配售电市场，拓展公司售电业务发展空间。

油品业务方面，公司将充分利用全资子公司广西永盛的稀缺成品油经营资质和石油贸易业务基础，形成从生产源头开始直到销售终端的产业链，坚持“产—供—销”三个环节共同发展，扩大广西永盛的市场占有率及影响力，推动油品业务产业链带来经济效益的增长。

新型建筑材料产业方面，公司将把握贺州市打造新型建筑材料千亿元产业的契机，着力打造新型建筑材料产业链，统筹各参股公司闽商石业、超超新材、建筑产业化公司、泽贺石料进一步打造新型建筑材料新业务，以丰富的资源和成熟的技术为动力，上下游产业协同发展。

公司将稳步推进企业改革，实现企业管理升级。加强信息化建设，满足智能电网、互联网+等电力发展新模式的要求，同时积极开拓新能源领域发展方向。

总体看，公司将继续坚持以发、售电为主业，并积极拓展油品业务及新型建筑材料业务。

六、财务分析

公司提供的 2018 年度合并财务报表已由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，但 2017 年审计报告由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带强

调事项段无保留意见审计报告。2017 年审计报告强调事项为：全资子公司广西桂旭能源发展投资有限公司在建的动力车间项目目前处于停建状态，动力车间项目虽然目前受政策影响停建，但其投资已超过 70%，停建对地方经济将产生非常大的负面影响，当地各级政府正在积极协调重建工作。如果未来不能恢复重建，将对公司经营成果及财务状况产生重大影响。

合并范围方面，2018 年，公司合并范围子公司共 26 家，较 2017 年底新增子公司 10 家，公司合并范围的变化对财务数据的可比性有一定的影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 144.05 亿元，负债合计 120.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 23.88 亿元，归属于母公司的所有者权益 18.83 亿元。2018 年，公司实现营业收入 119.33 亿元，净利润（含少数股东损益）1.01 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.38 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 151.26 亿元，负债合计 124.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 26.46 亿元，归属于母公司的所有者权益 21.76 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.27 亿元，净利润（含少数股东损益）2.75 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.62 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.08 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 144.05 亿元，较年初增长 12.95%，主要系流动资产增长所致。其中，公司流动资产占 35.02%，非流动资产占 64.98%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 50.45 亿元，较年初增长 27.82%，主要系货币资金、预付账款和存货增长所致，公司流动资产主要由货币资金（占 38.85%）、应收账款（占 5.33%）、预付款项（占 18.45%）、其他应收款（占 9.23%）和存货（占 21.28%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 19.60 亿元，较年初增长 16.62%。其中，公司货币资金主要由银行存款（占 57.04%）和其他货币资金（42.96%）构成，其他货币资金主要为子公司广西永盛和桂盛能源开出的银行承兑汇票保证金。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 2.69 亿元，较年初增长 58.45%，主要系公司油品业务规模增长所致；其中，按照采取信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 92.24%。按照账龄分析法的划分，应收账款主要由 1 年以内（占 93.02%）构成，账龄较短。截至 2018 年末，公司累计计提的应收账款坏账准备余额为 0.49 亿元，综合计提比例 15.30%。其中，公司累计计提的应收账款坏账准备余额主要来自于单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款，主要系公司预计广西铁投冠信实业有限公司、广西贺达纸业有限责任公司等回收存在不确定性或停产停业等原因计提所致。公司应收账款前五名单位合计金额占比 24.32%，集中度低。

截至 2018 年底，公司预付账款为 9.31 亿元，较年初增长 70.92%，主要系公司油品业务规模增长，期末预付货款增加所致。截至 2018 年底，预付款项一年以内的占 98.69%；前五名预付对象的预付款期末余额合计占 69.00%，集中度高；其中，预付给濮阳恒润筑邦石油化工有限公司（以下简称“恒润筑邦”）4.25 亿元，占预付款项总额的 45.71%，主要系 2018 年，公司与恒润筑邦股东签署重组协议，2019 年 1 月，公司支付相关股权款，并将恒润筑邦纳入合并报表范围；预付款项减值风险低。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 2.69 亿元，较年初增长 58.45%，主要系未收电费规模增长所致。截至 2018 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 0.46 亿元，计提比例为 15.30%。截

至 2018 年底，公司应收账款前五名客户余额总计 0.77 亿元，占比为 24.32%，集中度有所上升。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 10.73 亿元，较年初增长 37.40%，主要系公司在途物资规模增长以及子公司广西天祥投资有限公司开发项目“桂东广场”的建造成本增长所致。截至 2018 年底，公司存货主要由库存商品（占 25.63%）、建造合同形成的已完工未结算资产（占 14.76%）、在途物资（占 13.67%）、开发成本（占 31.63%）和发出商品（占 10.61%）构成；公司对存货计提跌价准备 0.08 亿元，计提比例为 0.77%，考虑到石油化工产品价格波动较大，公司存货或存在一定的跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 4.66 亿元，较年初增长 18.53%，主要系新增应收广西贺州市旅游实业集团有限公司（以下简称“贺州旅实”）股权转让款所致。其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面余额为 3.82 亿元（占 40.99%），计提比例为 97.82%，预计不能回收风险高。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 5.50 亿元（占 58.97%），计提比例 16.69%；账龄组合中主要为 1 年以内（占 64.27%）、1~2 年（占 15.07%）和 2~3 年（占 15.68%）。从集中度来看，截至 2018 年底，公司其他应收款前五名客户期末余额总计 6.42 亿元，占比为 68.93%，集中度较高。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 93.60 亿元，较年初增长 6.28%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致，公司非流动资产主要由可供出售的金融资产（占 10.45%）、固定资产（占 30.50%）和在建工程（占 42.53%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售的金融资产为 9.78 亿元，较年初下降 22.94%，主要系出售国海证券股份有限公司（以下简称“国海证券”）40,287,769 股股票及国海证券股票公允价值变动所致；公司合计持有国海证券股票数量为 173,665,568 股（含广西永盛持有部分），占国海证券总股本 4.120%，为无限售条件的流通股。截至 2018 年底，公司按公允价值计量的可供出售权益工具 7.57 亿元；按成本计量的可供出售权益工具 2.21 亿元，被投资企业包括桂林银行股份有限公司、广西七色珠光材料股份有限公司、江苏科雷斯普能源科技股份有限公司、成都锦城详投资有限公司等。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 28.55 亿元，较年初下降 1.58%，变化不大。公司固定资产原值 51.69 亿元，累计计提折旧 24.08 亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物、水电厂大坝、发电设备、输变电设备等；固定资产成新率 53.41%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程为 39.81 亿元，较年初增长 21.46%，主要系电网建设项目、广西桂旭能源水利电业有限公司动力车间项目和铁路专用线项目投入增加所致。公司 2018 年底对在建工程进行检查，未发现在建工程已发生减值的情形，因而未对在建工程计提减值准备。

截至 2018 年底，公司受限资产 12.44 亿元，主要为抵押的固定资产和票据保证金，占当期资产规模的 8.63%，受限资产占比低。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 151.26 亿元，较年初增长 5.00%。公司流动资产合计 61.34 亿元，较年初增长 21.60%，主要系公司交易性金融资产增长所致；公司非流动资产合计 89.91 亿元，较年初下降 3.94%；公司流动资产占 40.56%，较年初上升 5.54 个百分点。

总体看，跟踪期内公司资产规模大幅增加，资产构成中非流动资产占比较高；可供出售金融资产中国海证券流通股规模较大，具备一定变现优势，但存在一定价格波动风险；资产受限比例低，公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 120.17 亿元，较年初增长 17.42%，主要系流动负债增加所致。其中，公司流动负债占 76.66%，非流动负债占 23.34%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 92.12 亿元，较年初增长 79.53%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债主要由短期借款（占 32.25%）、应付票据（占 12.72%）和一年内到期的非流动负债（占 40.64%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 29.71 亿元，较年初下降 5.81%，主要系公司融资规模下降所致。截至 2018 年底，公司短期借款为保证借款（占 20.42%）和信用借款（占 79.57%）。

截至 2018 年底，公司应付票据为 11.71 亿元，较年初增长 103.43%，主要系子公司广西永盛和桂盛能源经营规模扩大，采购形成的应付票据增加所致。截至 2018 年底，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款为 3.49 亿元，较年初增长 285.42%，主要系子公司广西永盛和桂盛能源经营规模增长，采购形成的应付账款增加所致。截至 2018 年底，公司应收账款账期一年以内的占 90.85%。

截至 2018 年底，公司预收款项为 3.32 亿元，较年初增长 20.57%，主要系公司油品业务规模增长，预收货款增长所致。截至 2018 年底，公司预收款项一年以内的占 89.79%。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 3.78 亿元，较年初增长 27.44%，主要系公司项目质保金和代扣基金增长所致。截至 2018 年底，公司其他应付款主要由单位往来款（占 65.77%）和应付各类基金（占 28.09%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 37.44 亿元，较年初增长 6.60 倍，主要系公司一年内到期的应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的长期借款 2.75 亿元，一年内到期的应付债券 34.63 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 28.05 亿元，较年初下降 45.03%，主要系应付债券减少所致。非流动负债主要由长期借款（占 56.63%）和长期应付款（占 35.09%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 15.88 亿元，较年初增长 15.09%，主要系公司工程项目增加，融资规模增长所致。其中，质押借款占 47.69%，抵押借款占 1.68%，保证借款占 8.62%，信用借款占 42.02%。从长期借款期限结构来看，公司于 2020 年到期的长期借款余额占比为 6.19%。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 9.84 亿元，较年初增长 803.18%，主要由应付广东粤财信托有限公司 8.00 亿元和应付招商局融资租赁（天津）有限公司 1.50 亿元构成。

截至 2018 年底，公司新增专项应付款 1.44 亿元，由广西水利电力有限公司专项拨付农网改造升级工程专项资金 1.43 亿元和由房地产开发商拨付太白湖安置住房 A 区 1-3#楼配电工程专项资金 69.94 万元构成。

截至 2018 年底，公司全部债务为 104.24 亿元，较年初增长 14.99%，其中短期债务占 75.65%，长期债务占 24.35%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年上升 3.18 个百分点和 3.11 个百分点，至 83.42% 和 81.36%；公司长期债务资本化比率较上年下降 14.25 个百分点至 51.52%。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 124.80 亿元，较年初增长 3.85%；其中，流动负债占比 70.41%，较年初下降 6.25 个百分点，公司负债结构以流动负债为主。全部债务为 90.94 亿元，较年初下降 12.76%，公司全部债务以短期债务为主（占 68.82%）。公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 82.51%、77.46% 和 51.72%，较年初分别下降 0.92 个百分点、3.90 个百分点和上升 0.20 个百分点，债务负担较重。

截至 2018 年底，公司所有者权益为 23.88 亿元，较年初下降 5.23%。归属于母公司的所有者权

益 18.83 亿元,其中,股本占 43.96%,资本公积占 14.71%,未分配利润占 13.01%,盈余公积占 8.78%,其他综合收益占 19.55%。截至 2018 年底,公司其他综合收益期末余额为 3.68 亿元,较年初下降 35.91%,主要系国海证券股权公允价值变动所致。

截至 2019 年 3 月末,公司所有者权益为 26.46 亿元,较年初增长 10.80%,主要系未分配利润增长所致。归属于母公司的所有者权益中,股本占 38.05%,资本公积占 12.62%,未分配利润占 43.16%,盈余公积占 7.60%。

总体看,公司负债规模及债务规模大幅增长,公司整体债务负担上升;其中,流动负债占比持续提升;所有者权益受国海证券股权公允价值变动影响较大,所有者权益稳定性较弱。

3. 盈利能力

2018 年公司营业收入为 119.33 亿元,同比增长 16.48%,主要系贸易业务增长所致。同期,营业成本 111.70 亿元,同比增长 16.04%。2018 年,公司营业利润率 6.19%,同比上升 0.42 个百分点。

从期间费用来看,2018 年公司期间费用为 6.21 亿元,同比增长 1.07%,主要系管理费用增长所致。从期间费用的构成来看,销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 15.48%、29.28% 和 55.24%,全年未发生研发费用。其中,公司销售费用同比减少 20.61%至 0.96 亿元,主要系永盛公司和桂盛能源仓储费和运输费减少所致;公司管理费用较上年增长 10.49%至 1.82 亿元,主要系中介费用增长所致;公司财务费用较上年小幅增长 4.34%至 3.43 亿元。2018 年,公司期间费用与营业收入比为 5.20%,同比下降 0.79 个百分点,公司的费用控制能力尚可。

2018 年,公司资产减值损失为 0.79 亿元,同比增长 75.16%,主要系公司本期应收账款和其他应收款计提的坏账损失大幅增长,以及公司新增计提商誉减值损失所致。

2018 年,公司投资收益为 0.87 亿元,同比下降 53.51%,主要系处置可供出售金融资产(国海证券股票)投资收益同比减少及参股公司亏损增加所致,公司投资收益波动幅度大,对公司利润水平有一定影响。

2018 年,公司营业外收入为 0.22 亿元,同比增长 59.54%,主要系违约滞纳金收入增长,及收到拆迁补偿款、保险理赔款和诉讼赔偿款合计 0.08 亿元所致。2018 年,公司共收到政府补助 15.00 万元。2017~2018 年,公司营业外收入占利润总额的比重分别为 10.15% 和 15.06%。公司营业外收入对利润总额有一定影响。

从盈利指标看,2017~2018 年,公司除净资产收益率上升外,其他盈利指标均有所下降,其中,总资产收益率分别为 3.95% 和 3.62%;总资产报酬率分别为 3.92% 和 3.57%;净资产收益率分别为 3.60% 和 4.13%,主要系公司所有者权益规模下降所致。

2019 年 1~3 月,公司实现营业收入 33.27 亿元,较上年同期下降 2.91%;同期,净利润 2.75 亿元,较上年同期增加 3.45 亿元(上年同期亏损 0.70 亿元),主要系一是本期执行新金融工具准则将母公司持有的国海证券股票重分类至交易性金融资产,其公允价值变动 28,519.84 万元计入损益;二是本期自发电量同比大幅增加,外购电量减少,发、供电利润同比增加约 8,300 万元所致。

总体看,跟踪期内受公司贸易板块收入大幅增长影响,公司营业收入快速上升;2018 年公司投资收益大幅下降,占利润的总额比例仍属较高。公司整体盈利水平有所提升。

4. 现金流

经营活动方面,2018 年公司经营活动产生的现金流入量为 144.79 亿元,同比增长 18.72%;同期,公司经营活动现金流出量为 144.13 亿元,同比增长 20.43%,主要系子公司永盛公司、桂盛能源

和天祥公司支付购买商品、接受劳务的现金增加致。2018年，公司经营活动现金流量净额为0.66亿元。2018年公司现金收入比为119.72%，较上年提高1.52个百分点，公司的收入实现质量较高。

投资活动方面，2018年投资活动现金流入为4.29亿元，同比下降40.62%，主要系公司收回投资收到的现金大幅减少所致。同期，公司投资活动现金流出量为11.15亿元，同比下降46.31%，主要系构建固定资产和在建项目投入减少所致。受上述因素影响，公司投资活动产生的现金净流量为-6.86亿元。

筹资活动方面，2018年筹资活动现金流入量为50.87亿元，同比增长48.28%，主要系2018年公司向金融机构借款规模大幅增长，及新增收到其他与筹资活动有关的现金10.15亿元所致；同期，公司筹资活动现金流出量为48.05亿元，同比增长105.84%，主要偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金净流量为2.82亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入3.62亿元；投资活动产生的现金流净流出1.62亿元；公司筹资活动产生的现金净流出8.08亿元。

总体看，2018年，经营现金流量净额大幅下降，但公司的收入实现质量较高，虽投资活动现金流净流出规模同比减少，但经营活动产生的净现金流仍无法满足公司投资需求，同时考虑到公司债务负担重，且短期债务占比较高的因素，公司外部融资压力仍很大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为0.55倍（年初为0.77倍）和0.43倍（年初为0.62倍），两指标均明显下降，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致；现金短期债务比为0.26倍（年初为0.44倍），现金对短期债务的保障程度下降，但考虑到公司较大规模可供出售的金融资产变现能力，整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2018年，公司EBITDA为6.56亿元，较上年增长2.76%，主要系利润总额增长所致；从EBITDA的构成来看，折旧占24.12%、利润总额占21.96%、计入财务费用的利息支出占51.95%。2018年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为1.29倍（年初为1.57倍）和0.06倍（年初为0.07倍），EBITDA对利息的保障能力一般，对全部债务保护能力弱。

截至2018年底，公司共获得商业银行授信总额度79.96亿元，其中未使用额度16.48亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为A股上市，公司具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10451102000009108），截至2019年2月19日，公司无未结清或已结清的关注类及不良/违约类贷款。

截至2018年底，公司无合并范围外的对外担保余额。

截至2018年底，公司重大诉讼一共6项，如下表所示，其中多数公司作为原告，相关款项多数已计提坏账准备，重大诉讼风险低。

表10 截至2018年底公司重大诉讼情况

序号	诉讼时间	诉讼金额	公司当事人地位	基本情况
1	2014.3.27	1,008万元及违约金	原告	公司全资子公司广西永盛诉广州市中油润澳石化有限公司、正海控股集团有限公司买卖合同纠纷一案经钦州市中级人民法院审查后作出终审裁定，驳回广西永盛上诉，维持原裁定
2	2018.09.07	预付货款及滞纳金 3,260.63万元	原告	公司全资子公司广西永盛就与广州市中油润澳石化有限公司买卖合同纠纷一案向广州市天河区人民法院起诉，目前已开庭审理，法院尚未判决。
3	2018.02.01	货款及损失费 1,114.63万元	原告	公司全资子公司广西永盛就与中海油广西能源有限公司买卖合同纠纷一案向南宁市西乡塘区人民法院提起上诉，目前已开庭审理，法院尚未判决。
4	2018.06.10	货款及违约金/资金 占用费5,215.06万	原告	该公司全资子公司广西永盛就与沧州建投现代物流有限公司买卖合同纠纷一案向河北省沧州市中级人民法院提起上诉，目前已开庭审理，法院尚未

		元		判决
5	2015.04.29	货款 280 万元、违约金、码头堆存费、货物价格下跌损失	原告	2017 年 8 月，公司全资子公司广西永盛诉广西景裕燃料有限公司一案经法院审理后判决，广西永盛胜诉，并于报告期内申请强制执行。
6	2017.02.30	2,100 万元	被告	公司控股子公司西点电力设计公司上海艾能电力工程有限公司保证合同纠纷一案经四川省成都市中级人民法院一审审理后判决，西点电力设计公司败诉。目前，西点电力设计公司已提起上诉。根据相关协议和承诺函约定，自然人仲应贵已对本事项进行承诺和担保，本诉讼将不会对公司及西点电力设计公司的财务状况和经营成果造成影响。

资料来源：公司年报

总体看，公司整体债务规模快速增长，债务负担较重；考虑到公司资产质量、水电资源禀赋、区域竞争地位等因素，公司的整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产达 27.20 亿元，为“11 桂东 02”本金合计（2.28 亿元）的 11.93 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 26.46 亿元，约为债券本金合计（2.28 亿元）的 11.61 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 桂东 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.56 亿元，约为债券本金合计（2.28 亿元）的 2.88 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 144.79 亿元，约为债券本金合计（2.28 亿元）的 63.50 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。公司 2018 年经营活动产生的现金流量净额 0.66 亿元，约为债券本金合计（2.28 亿元）的 0.29 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度弱。

综合以上分析，并考虑到公司作为广西省“厂网合一”的电力企业，在区域竞争力等方面具有优势，公司对“11 桂东 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司积极开拓贸易业务，贸易业务收入大幅增加；售电及发电业务收入保持稳定；此外，公司逐步推进股权划转工作。同时，联合评级也关注到公司电力业务易受自然气候条件影响、贸易业务毛利率较低、投资收益对营业利润影响较大、在建项目资金支出压力较大、公司债务负担加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司电网项目的建成投运，公司电网架构将进一步完善，盈利能力也有望提高；同时若股权划转工作完成，桂东电力实际控制人将变更为广西国资委，有利于公司综合竞争实力的提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“11 桂东 02”的“AA”债项信用等级。

附件1 广西桂东电力股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年1~3月
资产总额(亿元)	127.54	144.05	151.26
所有者权益(亿元)	25.20	23.88	26.46
短期债务(亿元)	42.23	78.86	62.59
长期债务(亿元)	48.43	25.38	28.35
全部债务(亿元)	90.66	104.24	90.94
营业收入(亿元)	102.45	119.33	33.27
净利润(亿元)	1.00	1.01	2.75
EBITDA(亿元)	6.38	6.56	--
经营性净现金流(亿元)	2.27	0.66	3.62
应收账款周转次数(次)	48.53	45.33	--
存货周转次数(次)	15.35	11.97	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.88	0.23
现金收入比率(%)	118.20	119.72	115.20
总资本收益率(%)	3.95	3.62	--
总资产报酬率(%)	3.92	3.57	--
净资产收益率(%)	3.60	4.13	10.94
营业利润率(%)	5.77	6.19	5.02
费用收入比(%)	5.99	5.20	4.39
资产负债率(%)	80.24	83.42	82.51
全部债务资本化比率(%)	78.25	81.36	77.46
长期债务资本化比率(%)	65.78	51.52	51.72
EBITDA利息倍数(倍)	1.57	1.29	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.07	0.06	--
流动比率(倍)	0.77	0.55	0.70
速动比率(倍)	0.62	0.43	0.55
现金短期债务比(倍)	0.44	0.26	0.43
经营现金流流动负债比率(%)	4.43	0.71	4.12
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.80	2.88	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。