



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

广西桂冠电力股份有限公司 主体与相关债项2020年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDP【2020】011 号

大公国际资信评估有限公司通过对广西桂冠电力股份有限公司及“12 桂冠 02”的信用状况进行跟踪评级，确定广西桂冠电力股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“12 桂冠 02”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年五月十五日





评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定		
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 桂冠 02	9.30	10(5+5)	AAA	AAA	2019.05

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2020.3	2019	2018	2017
总资产	444.19	439.57	459.52	412.77
所有者权益	175.80	171.26	166.00	168.15
总有息债务	246.75	245.85	266.36	222.16
营业收入	16.94	90.43	95.14	87.75
净利润	3.12	23.99	27.11	28.05
经营性净现金流	10.51	54.19	65.12	59.45
毛利率	45.50	49.16	51.31	55.05
总资产报酬率	1.46	9.16	9.91	10.76
资产负债率	60.42	61.04	63.88	59.26
债务资本比率	58.40	58.94	61.61	56.92
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	5.45	5.66	6.12
经营性净现金流/总负债	3.92	19.29	24.20	24.33

注: 公司提供了 2019 年及 2020 年 1~3 月财务报表, 信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2019 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告; 公司 2020 年 1~3 月财务报表未经审计。

主要观点

广西桂冠电力股份有限公司(以下简称“桂冠电力”或公司)主要业务为广西、四川等地区电力的生产与销售。跟踪期内, 公司作为中国大唐集团有限公司(以下简称“大唐集团”)整合广西境内水电资源的唯一平台, 继续得到大唐集团的大力支持; 电源结构仍以水电为主, 清洁能源占比较高, 继续享受增值税和企业所得税税收优惠政策。但同时, 受 2019 年红水河来水偏枯和上网电价下降影响, 公司水电业务收入及盈利小幅下降, 且公司有息债务规模仍很大, 存在一定短期偿债压力。大唐集团对“12 桂冠 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 仍具有一定的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司作为大唐集团整合广西境内水电资源的唯一平台, 在水电资源整合等方面继续得到大唐集团的大力支持;
- 公司电源结构仍以水电为主, 清洁能源占比较高, 继续享受增值税和企业所得税税收优惠政策;
- 大唐集团对“12 桂冠 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 仍具有一定的增信作用。

主要风险/挑战:

- 2019 年以来, 受红水河来水偏枯和上网电价下降影响, 公司水电业务收入及盈利出现小幅下降;
- 2019 年以来, 公司有息债务规模仍较大, 存在一定短期偿债压力。

评级小组负责人: 曹业东

评级小组成员: 李旭华

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《电力企业信用评级方法》，版本号为 PF-DL-2020-V. 3. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（15%）	5.50
（一）宏观环境	5.02
（二）行业环境	7.00
（三）区域环境	5.17
要素二：财富创造能力（55%）	6.26
（一）产品与服务竞争力	6.05
（二）盈利能力	6.63
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	5.78
（一）债务结构	5.55
（二）流动性偿债来源	5.72
（三）清偿性偿债来源	7.00
调整项	-
主体信用等级	AAA

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形
 评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	12 桂冠 02	AAA	2019/05/24	唐川、曾凤智、李旭华	大公电力企业信用评级方法（V. 2）	点击阅读全文
AAA/稳定	12 桂冠 02	AAA	2016/06/07	-	大公信用评级方法总论（V. 1）	-
AA+/稳定	12 桂冠 02	AAA	2012/10/22	-	大公信用评级方法总论（V. 1）	-
AA/稳定	-	-	2009/12/30	-	大公信用评级方法总论（V. 1）	-



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的桂冠电力存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 桂冠 02	9.30	9.30	2012.10.24~2022.10.24	补充新增融资需求、偿还银行贷款、补充公司流动资金及其他合规用途	已按募集资金要求全部使用完毕

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

桂冠电力于 1992 年 8 月 12 日经广西壮族自治区经济体制改革委员会以桂体改股字【1992】6 号文批准设立，发起人为广西电网公司（原广西电力有限公司）和广西投资集团有限公司（原广西建设投资开发公司，以下简称“广西投资”），公司于 2000 年 3 月 23 日在上海证券交易所上市交易（股票代码：600236）。2015 年 11 月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准广西桂冠电力股份有限公司向中国大唐集团、广西投资集团有限公司以及贵州产业投资（集团）有限责任公司发行股份购买资产的批复》（证监许可【2015】2633 号），公司分别向大唐集团、广西投资和贵州产业投资（集团）有限责任公司发行 24.59 亿股、11.35 亿股和 1.89 亿股购买龙滩水电开发有限公司（以下简称“龙滩水电”）100.00% 股权，并发行 1,900 万股优先股募集配套资金。2017 年 3 月，国务院国有资产监督管理委员会下发《关于中国大唐集团有限公司所持广西桂冠电力股份有限公司部分股份无偿划转有关问题的批复》（国资产权【2017】156 号、国资产权【2017】157 号），同意大唐集团分别无偿划转其总股本的 4.31% 和 3.69% 给国新博远投资（北京）有限公司和北京诚通资本运营有限公司。2018 年 5 月，公司以现金 13.33 亿元收购大唐集团广西聚源电力有限公司（以下简称“聚源电力”）100% 股权，聚源电力成为公司全资子公司；2018 年第二次临时股东大会审议通过《关于吸收合并全资子公司大唐集团广西聚源电力有限公司的议案》，同意公司吸收合并聚源电力，吸收合并后其分子公司存续经营，聚源电力注销独立法人资格。



2019 年 5 月 29 日，依据股东大会决议，桂冠电力向全体股东每 10 股送红股 3 股派发现金红利 2.5 元，共派送股份 18.19 亿股，派发现金红利 15.16 亿元。截至 2019 年末，公司股本 78.82 亿元，大唐集团和广西投资仍然是公司的前两大股东，持股比例分别为 51.55%和 22.31%，大唐集团仍为公司的控股股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共计 34 家，较 2018 年减少 2 家，其中，公司于 2019 年 3 月对子公司深圳市博达煤电开发有限公司完成吸收合并，该子公司变更为广西桂冠电力股份有限公司深圳分公司；于 2019 年 9 月对子公司昭平广能电力有限公司完成吸收合并，该子公司变更为广西桂冠电力股份有限公司昭平分公司。

公司按照《公司法》等相关法律法规规定、《公司章程》及各自议事规则规范运作，并根据证券监管部门要求，建立健全了公司内部控制制度，并不断细化现有的管理体系和管控手段，提升管理效率，不断完善安全管理制度，保障稳定运营。作为大唐集团的核心上市子公司之一，公司积极发展清洁能源发电业务，以水电为主，具有可持续发展能力。

根据公司提供的中国人民银行信用信息报告，截至 2020 年 4 月 14 日，公司本部未发生债务违约情况。截至本报告出具日，公司在资本市场上发行的债务融资工具“12 桂冠 02”均正常付息，未到兑付日。

偿债环境

我国国民经济运行增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化，经济中长期高质量发展走势不会改变；2019 年以来，电改政策继续推进使得具备成本优势的水电企业盈利空间有望提升。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速出现下降，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生



产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府专项债额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳



健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“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”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）产业环境

2019 年，全社会用电量增速回落，第三产业用电量保持较快增长；全国电力装机增速继续放缓，火电装机低速增长，发电装机绿色转型继续推进，清洁能源装机占比进一步提高；水电作为清洁能源，在节能减排的背景下，仍具备良好的政策环境。

2019 年以来，受经济增速放缓影响，全社会用电量增速回落。2019 年全社会用电量 72,255 亿千瓦时，同比增长 4.5%，增速同比回落 4.0 个百分点；其中，第二产业用电量 49,462 亿千瓦时，同比增长 3.1%，全国工业用电量 48,473 亿千瓦时，同比增长 2.9%，增速同比回落 4.1 个百分点，其中，四大高载能行业用电量比上年增长 2.0%，增速同比回落 4.1 个百分点；同期，第三产业和城乡居民生活用电量分别为 11,863 亿千瓦时和 10,250 亿千瓦时，分别同比增长 9.5% 和 5.7%；第二产业、第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量增长的贡献率分别为 47.9%、33.1% 和 17.9%，其中，第三产业贡献率同比提高 10.1 个百分点。总体来看，2019 年全社会用电量增速回落，第三产业用电量保持较快增长。

2019 年末，全国全口径发电装机容量 20.1 亿千瓦、同比增长 5.8%，增速下降 0.7 个百分点，全国发电设备容量增速继续放缓，火电装机容量为 11.9 亿千瓦（其中，燃煤发电 10.4 亿千瓦），非化石能源发电装机容量 8.4 亿千瓦，同比增长 8.7%，占总装机容量的比重为 41.9%，同比提高 1.1 个百分点，清洁能源装机占比进一步提高。发电量方面，2019 年，全国全口径发电量为 7.33 万亿千瓦时，同比增长 4.7%，其中，受益于清洁能源消纳能力的提高等影响，弃水、弃光、弃风状况好转，全国非化石能源发电量 2.39 万亿千瓦时，同比增长 10.4%，占全国发电量的比重为 32.6%，比上年提高 1.7 个百分点。

机组利用小时方面，2019 年，全国发电设备累计平均利用小时 3,825 小时，



同比降低 54 小时，其中，得益于西南水电外送通道建成投产以及水电大省消纳能力的提高，水电消纳形势明显好转，水电平均利用小时 3,726 小时，同比增加 119 小时；全国太阳能发电 1,285 小时，同比提高 55 小时；并网风电 2,082 小时，同比下降 21 小时；火电 4,293 小时，受全社会用电量增速回落及清洁能源发电的挤占等因素影响，同比降低 85 小时。

2020 年 1~3 月，受疫情影响，全社会用电量显著下滑，全社会用电量 1.57 万亿千瓦时，同比下降 6.5%；各电源类型装机利用小时数普遍下滑，全国平均设备利用小时 815 小时，同比降低 104 个小时，其中火电、水电、风电同比分别下降 137 小时、69 小时和 8 小时；截至 2020 年 3 月末，全国全口径发电装机容量 20.2 亿千瓦，同比增长 5.7%。目前，国内疫情好转，全国开启复工复产，然而自 2 月下旬以来海外疫情的恶化，全球经济受到冲击，中国经济面临挑战，预计短期内用电量仍受疫情影响，但随着疫情缓解，短期冲击逐步消除，用电量下半年将有改观。

为了确保节能减排目标的实现，以水电为代表的可再生能源将作为能源建设的重点，据国家能源局等有关部门的初步规划，至 2020 年非化石能源占能源消费总量比例达到 15%，我国水电装机容量将达到 3.8 亿千瓦。西部地区以川、滇、藏为重点，以水电基地重大项目为主，全面推进大型水电能源基地建设。2018 年 10 月 30 日国家发改委、国家能源局发布《清洁能源消纳行动计划（2018-2020 年）》，提出 28 项具体措施，目标是 2020 年清洁能源消纳问题得到基本解决。2019 年 1 月 22 日国家发改委、国家能源局发布《关于规范优先发电优先购电计划管理的通知》，强调优先发电、优先购电使市场在电力资源配置中起决定性作用的同时，更好的促进有效市场和有为政府相结合，保障电力系统清洁低碳、安全高效运行。同时，各省级电力交易中心密集揭牌，随着相对独立的交易中心的组建及各类售电公司的建立及运行，发电及售电侧都会逐步放开，产业链的利益将进行再分配，逐步实现保底售电加竞争售电的供电结构。对于发电企业来说，竞价上网机制形成后，竞争优势主要体现在企业在目前基础上的让利意愿与空间，预计具有降价意愿和降价空间的企业具有相对优势，具有成本优势的水电行业将获得更大的盈利空间。

财富创造能力

作为大唐集团的核心上市子公司之一，公司电力资产仍主要集中在广西、四川等地，规模优势依然显著；公司收入仍主要依赖于电力生产与销售业务，电力业务以水电为主，受来水偏枯和水电上网电价下滑影响，公司整体毛利率有所下滑。

电力生产与销售业务仍是公司收入和利润的主要来源。2019 年，受红水河



流域来水偏枯影响，公司水力发电量同比有所下降，导致营业收入同比下降 4.95%；综合毛利率 49.16%，同比下降 2.15 个百分点。

从营业收入看，2019 年，受水电发电量下降和电力体制改革继续推进双重影响，公司实现水电业务收入 76.73 亿元，同比下降 6.97%；由于广西用电负荷增长，水电发电量受来水影响有所下降，公司火电发电量有所增加，实现收入 9.04 亿元，同比增长 11.18%；风电业务主要由桂冠盘州市分公司和桂冠山东分公司¹运营，受风力发电量下降的影响，风电业务营业收入同比小幅下降 0.30 亿元；公司其他业务主要为公司大唐桂冠合山发电有限公司（以下简称“合山发电”）发电权转让收入，2019 年其他业务收入同比增加 0.43 亿元。

表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司营业利润情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	16.94	100.00	90.43	100.00	95.14	100.00	87.75	100.00
水力发电	14.02	82.77	76.73	84.84	82.47	86.68	77.01	87.79
火力发电	2.17	12.81	9.04	10.00	8.13	8.55	7.88	8.97
风力发电	0.60	3.55	2.16	2.39	2.46	2.59	2.52	2.86
其他	0.15	0.87	2.51	2.77	2.08	2.19	0.34	0.38
毛利润	7.71	100.00	44.46	100.00	48.82	100.00	48.28	100.00
水力发电	7.83	101.62	43.41	97.63	48.09	98.52	49.42	102.36
火力发电	-0.35	-4.59	-1.94	-4.37	-1.91	-3.90	-2.51	-5.20
风力发电	0.24	3.08	0.59	1.32	0.92	1.88	1.10	2.28
其他	-0.01	-0.11	2.41	5.42	1.72	3.51	0.27	0.56
毛利率		45.50		49.16		51.31		55.02
水力发电		55.86		56.57		58.32		64.17
火力发电		-16.30		-21.51		-23.44		-31.85
风力发电		39.50		27.25		37.29		43.65
其他		-5.96		96.08		82.21		79.41

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，2019 年，受来水偏枯和水电上网电价下滑影响，公司水电业务毛利率同比下降 1.74 个百分点；火电业务毛利率为-21.51%，同比上升 1.93 个百分点，主要是由于 2019 年火电机组供电标准煤耗下降以及利用效率同比小幅增加；风电毛利率 27.25%，同比下降 10.04 个百分点，主要是风力发电交易量同比下降所致。

2020 年 1~3 月，受来水继续偏枯影响，公司发电量有所降低，实现营业收入 14.94 亿元，同比下降 26.92%；同期，受其他业务毛利率大幅降低的影响，公司毛利率同比减少 5.93 个百分点。

¹ 大唐桂冠盘县四格风力发电有限公司和大唐桂冠山东电力投资有限公司注销后分别设立桂冠盘州市分公司和桂冠山东分公司。



综合来看，2019 年，受红水河流域来水偏枯影响，公司水力发电量同比有所下降，导致营业收入同比有所下降；2020 年一季度，受来水偏枯影响，公司发电量有所降低；公司水电资产集中在红水河流域，未来运营仍受流域来水情况影响。

（一）水力发电

2019 年，受红水河流域来水偏枯影响，公司水电发电量同比有所下降，水电业务营业收入有所下降，同时平均上网电价进一步降低，水电业务毛利率小幅下降。

作为大唐集团的核心上市子公司，公司水电资产分布在广西、四川、贵州、云南和湖北等地，规模优势显著。截至 2019 年末，公司可控装机容量 1,183.91 万千瓦，电源结构以水力发电为主，水电机组可控装机容量为 1,022.76 万千瓦，占比 86.39%；火电业务装机 133.00 万千瓦，占比 11.23%；风电业务装机 28.15 万千瓦，占比 2.38%；公司水电、风电等清洁能源占比仍较高。

表 3 2017~2019 年公司直属及控股公司可控装机容量结构情况（单位：万千瓦、%）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	装机容量	占比	装机容量	占比	装机容量	占比
水电	1,022.76	86.39	1,022.76	86.39	925.50	85.17
火电	133.00	11.23	133.00	11.23	133.00	12.24
风电	28.15	2.38	28.15	2.38	28.15	2.59
合计	1,183.91	100.00	1,183.91	100.00	1,086.65	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要水电资产集中在红水河流域，受气候条件影响较大。截至 2019 年末，公司直属或控股公司水电厂共 12 家，装机容量较 2018 年无变化；水电厂受来水情况影响发电量同比减少 5.94%，其中，除广源分公司水电厂和得荣公司水电厂发电量有所增长外，其他电厂发电量均有所下降。龙滩水电作为公司最主要的水电厂，装机规模 490.00 万千瓦，在公司水电总装机中占比 47.91%；2019 年龙滩水电发电量为 138.83 亿千瓦时，受河流来水情况影响同比减少 5.28%。

**表 4 截至 2019 年末公司直属及控股公司水电厂概况² (单位: 万千瓦、亿千瓦时)**

序号	电厂名称	装机容量	持股比例 (%)	2019 年发电量	2018 年发电量	同比增减 (%)
1	龙滩公司水电厂	490.00	100.00	138.83	146.57	-5.28
2	岩滩公司水电厂	181.00	70.00	73.82	79.06	-6.63
3	广源分公司水电厂	70.74	-	30.84	29.37	5.01
4	桂开公司水电厂	60.00	52.00	29.67	32.50	-8.71
5	大化水电厂	56.60	100.00	26.68	29.43	-9.34
6	川汇公司水电厂	43.60	100.00	18.47	18.91	-2.33
7	平班公司水电厂	40.50	63.00	12.45	16.12	-22.77
8	得荣公司水电厂	24.60	100.00	8.92	8.41	6.06
9	百龙滩水电厂	19.20	100.00	8.78	9.67	-9.20
10	桂冠电力深圳分公司水电厂 (原博达公司)	18.00	-	7.91	8.33	-5.04
11	沿渡河公司水电厂	10.00	65.00	1.92	2.70	-28.89
12	香电公司水电厂	8.52	73.93	2.61	2.63	-0.76
合计		1,022.76	-	360.90	383.70	-5.94

数据来源: 根据公司提供资料整理

2019 年, 公司水电机组利用小时数为 3,528.73 小时, 同比减少 222.77 小时。上网电价方面, 公司 2019 年水电平均上网电价为 248.60 元/兆瓦时, 同比小幅下降, 主要是受全国电力体制改革持续推进以及《广西壮族自治区人民政府办公厅关于印发 2019 年深化电力体制改革降低用电成本若干措施的通知》(桂政办发【2019】39 号) 政策影响。

表 5 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司水电项目可控机组总体运营情况

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末可控装机(万千瓦)	1,022.76	1,022.76	1,022.76	925.50
发电量(亿千瓦时)	66.44	361.00	383.70	346.59
机组利用小时(小时)	649.58	3,528.73	3,751.50	3,744.95
上网电量(亿千瓦时)	65.79	358.02	380.47	343.79
平均上网电价(元/兆瓦时)	240.05	248.60	253.62	261.73

数据来源: 根据公司提供资料整理

总体而言, 公司电源结构以水电为主, 清洁能源占比仍保持较高水平。2019 年, 受红水河流域来水偏枯影响, 水电发电量同比有所下降, 导致水电业务营业收入下降, 同时平均上网电价进一步降低, 水电业务毛利率小幅下降。

² 聚源公司、博达公司 (2019 年 12 月 16 日注销) 注销后下属企业分别按桂冠电力深圳分公司、广源分公司和香电公司披露电量; 博达公司注销后, 其所平班公司 28% 股权由桂冠电力承接, 桂冠电力持有平班公司股权为由 35.00% 上升至 63.00%; 全资子公司川汇公司统计电量包含下属全资天龙湖、金龙潭、仙女堡三家水电厂发电量。



（二）火力发电

2019 年，受供电标准煤耗下降和机组利用效率提高影响，火电业务毛利率同比有所提升；火电机组装机规模较小，对公司整体营运能力影响有限。

公司火电业务由下属子公司合山发电负责经营。合山发电为坑口电厂，装机规模 133.00 万千瓦，但多年的开采使得其毗邻的合山煤矿面临枯竭，目前公司发电用煤主要从广西区外采购。2019 年，公司火电利用小时数为 2,138.68 小时，同比增加 273.11 小时，机组利用效率大幅上升。同期，由于广西用电负荷增长，加之水电减发，火电发电量同比增长 14.64%；上网电价为 403.59 元/兆瓦时，同比小幅下降；受供电标准煤耗下降和机组利用效率提高影响，火电业务毛利率同比有所提升，但毛利润仍然为亏损。公司火电装机仅占可控装机的 11.23%，火电运营压力对公司整体业绩影响有限。

表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司火电项目可控机组总体运营情况

指标	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末可控装机(万千瓦)	133.00	133.00	133.00	133.00
发电量(亿千瓦时)	6.69	28.44	24.81	19.26
机组利用小时(小时)	502.89	2,138.68	1,865.57	1,447.82
上网电量(亿千瓦时)	6.13	25.98	22.82	17.57
供电标准煤耗(克/千瓦时)	308.32	309.70	313.57	318.66
平均上网电价(元/兆瓦时)	390.82	403.59	416.90	524.53
综合厂用电率(%)	9.05	8.97	8.57	9.80

数据来源：根据公司提供资料整理

总体而言，2019 年，受供电标准煤耗下降和机组利用效率提高影响，火电业务毛利率同比有所提升，但毛利润仍然为亏损；火电机组装机规模较小，对公司整体营运能力影响有限。

偿债来源与负债平衡

公司经营性净现金流和债务收入在偿债来源结构中的占比仍较大，是公司流动性偿债来源的主要构成；公司清偿性偿债来源仍主要为发电设备等固定资产，对公司债务偿付形成一定保障。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司以财务费用为主的期间费用规模有所下降，占比小幅提高；受水电经营性收入和投资收益减少影响，公司净利润有所下降。

2019 年，公司期间费用仍主要由财务费用和管理费用构成，受债务规模下降带来的费用化利息支出下降影响，期间费用同比下降 1.48%，期间费用占收入的比重较高，整体对公司的盈利能力仍有一定影响。同期，公司其他收益主要是



增值税退税、其他税费返还和政府补助等，同比下降 0.13 亿元，主要是增值税退税减少所致；投资收益主要是对公司对广西北部湾银行股份有限公司（以下简称“北部湾银行”）、能源联合售电有限公司等联营企业确认的投资收益，2019 年同比下降 1.04 亿元，主要系本年无处置股权投资收益；信用减值损失为 0.55 亿元，主要是应收账款和其他应收款的坏账收回或转回金额。总体来看，受电力销售收入和投资收益下降的影响，公司营业利润、利润总额和净利润均有不同程度下降。

2020 年 1~3 月，公司期间费用 3.32 亿元，同比小幅下降；受来水偏枯影响，发电量有所下降，公司营业利润和净利润均有所下降。

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	16.94	90.43	95.14	87.75
营业成本	9.23	45.97	46.32	39.45
毛利率	45.50	49.16	51.31	55.05
期间费用	3.32	14.93	15.15	13.21
其中：管理费用	0.66	3.85	3.32	3.35
财务费用	2.67	11.08	11.83	9.86
期间费用/营业收入	19.62	16.50	15.92	15.06
其他收益	0.02	0.21	0.34	-
投资收益	-0.07	0.52	1.56	0.54
信用减值损失	-	0.55	-	-
营业利润	4.11	29.30	33.34	34.46
利润总额	3.75	28.96	33.46	34.37
净利润	3.12	23.99	27.11	28.05
总资产报酬率	1.46	9.16	9.91	10.76
净资产收益率	1.78	14.01	16.33	16.68

数据来源：根据公司提供资料整理

综合而言，2019 年，公司以财务费用为主的期间费用规模有所下降；受经营性收入和投资收益下降影响，公司净利润有所下降。

2、现金流

2019 年，受电力销售收入下降影响，公司经营性净现金流规模有所下降，对债务和利息的保障能力有所减弱；经营活动净流入规模仍可以满足投资活动的资金需求。

2019 年，公司经营性净现金流同比小幅下降，主要系公司发电量减少使得电力销售收到现金减少；经营性现金流利息保障倍数为 4.61 倍，经营性净现金流对流动负债和总负债的覆盖程度分别为 55.31%和 19.29%，同比均有小幅降低，公司经营性净现金流对利息和债务的保障程度有所下降。同期，公司投资性净现



现金流继续保持净流出，但净流出规模有所收窄，主要系公司 2018 年收购聚源公司支付投资款项，2019 年无此类投资业务支出。

表 8 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司经营性净现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	10.51	54.19	65.12	59.45
投资性净现金流	-1.76	-7.41	-21.09	-16.40
经营性现金流利息保障倍数（倍）	3.76	4.61	5.25	5.57
经营性净现金流/流动负债	10.00	55.31	84.52	106.50
经营性净现金流/总负债	3.92	19.29	24.20	24.33

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 10.51 亿元，受发电量下降影响，经营性现金流净流入规模有所下降；投资性净现金流为-1.76 亿元，净流出规模同比有所增加，主要是项目投入增加所致。

截至 2020 年 3 月末，公司在建电厂仍较多，主要包括宾阳马王风电一、二期、博白射广嶂风电一、二期、贵州遵义枫香风电项目、贵州兴义市白龙山风电场工程、贵州兴义市七舍风电项目、大唐桂冠莱州二期风电场工程，以上项目预算总投资 41.75 亿元，已完成投资 16.52 亿元，预计 2020 年 4~12 月投入 20.80 亿元。整体来看，公司在建工程较多，预计未来，公司资本性支出规模仍较大，但公司电力业务现金获取能力很强，经营性现金净流入基本可以满足每年投资活动的资金需求。

2019 年，受电力销售收入下降影响，公司经营性净现金流规模有所下降，对债务和利息的保障能力有所下降；公司电力业务现金获取能力仍很强，经营活动净流入规模仍可以满足投资活动的资金需求。

3、债务收入

公司融资渠道多元化，仍以银行借款和债券融资为主，债务融资能力较强，债务收入对缓解公司流动性压力贡献仍很大。

公司作为上市公司，融资渠道多元化，包括银行借款、债券融资、股权融资等方式。银行借款方面，公司资信状况优良，与国内主要银行保持着长期合作伙伴关系，截至 2019 年末，公司短期借款余额 48.70 亿元，长期借款余额 158.38 亿元，获得中国建设银行、中国工商银行和国家开发银行等主要贷款银行的授信额度合计 302.30 亿元人民币，尚未使用授信为 71.22 亿元。债券融资方面，截至 2019 年末，公司存续债券仅有“12 桂冠 02”，应付债券余额为 9.28 亿元。2019 年，公司筹资性现金流流入 79.89 亿元，同比有所下降，主要系借款减少所致；从流入构成来看，通过借款所收到的现金占筹资活动现金流流入比重为 97.25%，是公司可用偿债来源的主要组成部分。同期，筹资性现金流流出为



129.54 亿元，流出规模有所下降，主要系公司年度分红及根据借款合同到期情况归还借款的减少所致，公司偿还债务所支付的现金为 97.71 亿元，占全部筹资性现金流流出比重 75.43%。

表9 2017~2019年及2020年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2020年1~3月	2019年	2018年	2017年
筹资性现金流入	14.83	79.89	94.54	42.73
借款所收到的现金	13.36	77.70	94.52	42.68
筹资性现金流出	15.05	129.54	142.26	82.19
偿还债务所支付的现金	12.39	97.71	105.77	60.71
分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金	2.66	30.61	36.19	21.49
筹资性净现金流	-0.23	-49.64	-47.72	-39.46

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的持续投入，公司债务收入仍是债务偿还的来源之一。

4、外部支持

公司从事清洁能源发电，享有较多的税收优惠政策，公司作为大唐集团整合广西境内水电资源的唯一平台，继续得到控股股东支持，在广西水电市场具有重要地位。

由于公司从事清洁能源发电，享有较多的税收优惠。税收优惠方面，根据财政部、国家税务总局《国家税务总局关于风力发电增值税政策的通知》（财税【2015】74号）文件规定：自 2015 年 7 月 1 日起，对纳税人销售自产的利用风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。根据《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税【2011】58号）规定：自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税，龙滩水电、四川川汇水电投资有限责任公司等 19 家子公司均采用 15% 的所得税税率；根据《企业所得税法实施条例》和《公共基础设施项目所得税优惠目录》的相关规定，遵义桂冠风力发电有限公司自 2016 年起享受三免三减半的所得税优惠政策。政府补助方面，由于公司从事清洁能源发电，享有较多的税收优惠及政策补贴，2019 年获得政府补助收入为 0.28 亿元。

公司作为大唐集团在红水河流域的唯一水电运作平台，装机规模和发电量规模较大，具有一定规模优势，在大唐集团和广西水电市场具有重要地位。此外，根据公司《关于涉及公司有关承诺事项的公告》，大唐集团承诺如果大唐集团及其控股企业在公司经营区域内获得与公司主营业务构成实质性同业竞争的新业务机会，大唐集团将尽最大努力促使新业务机会按合理和公平的条款和条件首先提供给公司或其控股企业。



5、可变现资产

截至 2019 年末，公司资产规模同比有所下降，资产结构仍以非流动资产为主，且占比很高。

截至 2019 年末，公司资产规模同比有所下降，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2020 年 3 月末，公司资产规模较 2019 年末有所增加，主要是货币资金增加所致。

表 10 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2020 年 3 月末		2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	46.38	10.44	36.17	8.23	36.83	8.01	36.17	8.76
货币资金	27.16	6.11	18.63	4.24	21.53	4.69	20.68	5.01
应收账款	10.17	2.29	9.72	2.21	10.28	2.24	10.74	2.60
预付款项	4.43	1.00	3.14	0.71	1.76	0.38	1.01	0.24
存货	2.77	0.62	2.47	0.56	1.09	0.24	1.61	0.39
非流动资产合计	397.81	89.56	403.40	91.77	422.69	91.99	376.60	91.24
长期股权投资	10.05	2.26	10.12	2.30	11.96	2.60	9.69	2.35
固定资产	343.27	77.28	347.75	79.11	368.97	80.29	336.69	81.57
在建工程	31.63	7.12	32.61	7.42	28.88	6.29	22.40	5.43
无形资产	7.01	1.58	7.07	1.61	7.25	1.58	4.35	1.05
资产总计	444.19	100.00	439.57	100.00	459.52	100.00	412.77	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款预付款项和存货构成。2019 年末，公司货币资金 18.63 亿元，同比减少 13.46%；应收账款 9.72 亿元，主要为对中国南方电网有限责任公司、广西电网有限责任公司、贵州电网有限责任公司、国网山东省电力公司烟台供电公司 and 国网四川省电力公司的应收电费款，以上合计占公司应收账款总额的 97.08%，本年计提坏账准备金额 0.01 亿元，对广西电网有限责任公司的应收账款计提的坏账准备转回 0.42 亿元；预付款项主要为预付工程款以及燃煤采购预付款，同比增长 78.33%，主要系合山公司根据燃煤采购计划预付煤款以及公司基建项目根据合同安排预付基建款项同比有所增加，账龄主要集中于 1 年以内，占比为 60.11%。同期，公司存货主要由燃料和原材料构成，同比增长 125.56%，主要系煤炭采购量增加所致。

公司非流动资产仍主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产组成。截至 2019 年末，公司长期股权投资主要是对北部湾银行、广西能源联合售电有限公司、贵州兴义电力发展有限公司等联营企业的投资，同比小幅下降 15.40%，主要是北部湾银行 2019 年进行增资扩股，公司放弃增资导致股权稀释，公司对北部湾银行投资同比减少 1.74 亿元；固定资产主要是房屋及建筑物以及



电力机器设备，同比减少 5.75%，主要是计提折旧所致。公司在建工程主要是大唐西藏松塔水电站工程、龙滩水电站工程以及宾阳马王风电场等项目，截至 2019 年末，公司在建工程同比小幅增加，主要是增加对主要项目的投资；无形资产仍以土地使用权为主，同比小幅减少，主要是累计摊销和自用土地使用权转对外出租重分类至投资性房地产所致。

2019 年末，公司受限资产共计 19.11 亿元，同比有所减少；其中，受限应收账款 6.28 亿元，主要系电费收费权质押借款；固定资产和无形资产受限部分共计 12.83 亿元，主要系抵押借款。受限资产占总资产的比重 4.35%，占净资产的比重为 11.16%。

表 11 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分账面价值	受限占比	受限原因
应收账款	9.72	6.28	64.64	电费收费权质押借款
固定资产	347.75	12.78	3.68	抵押借款
无形资产	7.07	0.04	0.61	抵押借款
合计	364.54	19.11	5.24	-

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，截至 2019 年末，公司资产规模同比有所下降，资产结构仍以非流动资产为主。

总体看，公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流占比较高；公司融资渠道通畅、外部支持力度较大，债务收入、外部支持、可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2019 年，公司获得经营性净现金流 54.19 亿元，筹资活动现金流入 79.89 亿元，外部支持主要为控股股东承诺的若遇到构成实质性同业竞争的新业务机会，并尽最大努力促使该等新业务机会按合理和公平的条款和条件首先提供给公司或其控股企业。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流和债务收入是其债务偿付的主要来源。

（二）债务及资本结构

2019 年末，公司负债规模有所下降，有息债务规模仍很大，短期有息债务占比较高，存在一定短期偿债压力；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大。

除自有资金外，公司主要通过长期借款来满足项目建设的资金需要，截至 2019 年末，公司负债规模有所下降，负债结构仍以非流动负债为主；2020 年 3 月末，公司负债规模较 2019 年末变化不大，但流动负债占比进一步提高。

公司流动负债仍以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债为主。



2019 年末，公司短期借款全部为信用借款，同比增长 21.90%。应付账款主要为应付设备工程款、材料款等，同期，公司应付账款为 12.92 亿元，同比小幅减少，账龄超过 1 年的重要应付账款有应付乐滩水电站尾工工程款和岩滩水电站尾工工程款等，主要系工程决算尚未完成；应交税费主要为应交库区维护基金、企业所得税、增值税等税费，同比减少 2.10 亿元，主要系发电量下降及部分子公司注销成立分公司所致。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款，截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债同比减少 9.11%，主要是长期借款一年内到期规模下降所致。

表 12 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 3 月末		2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	59.20	22.06	48.70	18.15	39.95	13.61	13.30	5.44
应付账款	13.33	4.97	12.92	4.82	13.19	4.49	10.64	4.35
应交税费	2.86	1.07	4.38	1.63	6.48	2.21	4.78	1.96
一年内到期的非流动负债	31.74	11.83	29.48	10.99	32.44	11.05	21.63	8.84
流动负债合计	111.07	41.38	99.23	36.98	96.73	32.96	57.37	23.46
长期借款	146.53	54.59	158.38	59.03	184.70	62.92	177.97	72.75
应付债券	9.28	3.46	9.28	3.46	9.27	3.16	9.27	3.79
非流动负债合计	157.32	58.62	169.08	63.02	196.79	67.04	187.24	76.54
负债总额	268.40	100.00	268.31	100.00	293.52	100.00	244.62	100.00
有息债务合计	246.75	91.94	245.85	91.63	266.36	90.75	222.16	90.82
资产负债率		60.42		61.04		63.88		59.26

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债仍以长期借款和应付债券为主。公司长期借款以质押借款为主，占长期借款总额的 65.95%，2019 年末，公司长期借款同比减少 26.31 亿元；应付债券仍为公司于 2012 年公开发行的公司债“12 桂冠 02”。

公司有息债务规模仍较大，且在总负债中占比仍较高，短期有息债务占比较高，存在一定短期偿债压力。

截至 2019 年末，公司有息债务规模为 245.85 亿元，同比下降 20.51 亿元，占负债总额的比重为 91.63%，占比仍处于较高水平；其中，短期有息债务为 78.18 亿元，占总息债务比重为 31.80%，占比进一步增加，存在一定短期偿债压力。截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模为 246.75 亿元，较 2019 年末小幅增长，其中，短期有息债务为 90.94 亿元，占总息债务比重为 36.86%，占比进一步增加，短期偿债压力有所增加。公司未提供有息债务期限结构。

公司对外担保主要为对大唐集团反担保，担保金额较小。

截至 2019 年末，桂冠电力对外担保余额为 5.22 亿元，担保比率为 3.05%，



主要系大唐集团有担保公司发行公司债券，公司以四川川汇水电投资有限责任公司的股权向大唐集团提供的反担保。

表 13 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保企业	担保余额	担保期限	担保方式
中国大唐集团有限公司	5.22	2012.10~2022.10	连带责任保证担保
合计	5.22	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，受派送股份影响，公司股本有所增加，公司资本实力有所提升。

2019 年末，公司所有者权益为 171.26 亿元，同比增加 5.26 亿元，其中，股本同比增加 18.19 亿元，主要系 2019 年 5 月 29 日，公司依据股东大会决议，向全体股东每 10 股送红股 3 股，共派送股份 18.19 亿股；资本公积同比减少 2.12 亿元，主要系公司联营企业北部湾银行 2019 年进行增资扩股，公司放弃增资导致股权稀释，按照增资后持股比例公司享有的权益有所减少；未分配利润同比减少 14.07 亿元，主要系分配股利和转作股本所致。2020 年 3 月末，受公司未分配利润的增加，公司所有者权益小幅增加。

公司流动性偿债来源以债务收入和经营性净现金流为主；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量债务保障能力较强；盈利对利息的覆盖能力较高。

从盈利对利息的保障能力来看，2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 5.45 倍，同比有所下降，但公司盈利对利息的保障能力仍很强。

从流动性偿债能力来看，公司流动性偿债来源以经营性净现金流、债务收入为主。2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.36 倍和 0.34 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力有所下降；经营性净现金流对流动负债和总负债的覆盖比率分别为 55.31%和 19.29%，同比有所下降。

从清偿性偿债能力来看，2019 年末，公司资产负债率为 61.04%，同比有所下降；随着有息债务规模下降，公司债务资本比率下降至 58.94%。总体来看，公司可变现资产对负债的保障能力较强。

担保分析

大唐集团为“12 桂冠 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

大唐集团成立于大唐集团成立于 2002 年 12 月 29 日，是根据《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发【2002】5 号）文件在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的大型国有企业，是电力体制改革后国务院批准成立的五大全国性发电企业集团之一。截至 2020 年 3 月末，大唐集团注册资本金 370.00 亿元人民币，实收资本为 268.58 亿元，实际控制人是国务院国资委。



公司建立了较为规范的法人治理结构，实施以集团公司、分（子）公司、基层企业三级责任主体为基础的集团化管理体制和运行模式，并坚持“电力主导”的战略方针，加快发展新能源、大力发展优质水电、因地制宜发展供热、积极发展核电、清洁高效发展大型煤电。

大唐集团在役及在建资产分布在全国 31 个省区市以及境外的缅甸、柬埔寨等国家和地区，经营范围包括电源的开发、投资、建设、经营及管理，组织电力（热力）生产、销售，煤炭、发电设施、新能源等的投资、建设、经营及管理。截至 2018 年末，大唐集团总装机容量为 13,959 万千瓦，其中，火电装机容量 9,538 万千瓦，水电装机容量 2,708 万千瓦，风电装机容量 1,602 万千瓦。2018 年累计完成发电量 5,528 亿千瓦时。

从财务方面看，大唐集团盈利能力继续增强。截至 2019 年末，大唐集团资产总额 7,585.33 亿元，所有者权益 2,057.89 亿元，资产负债率为 72.87%。2019 年，大唐集团实现营业收入 1,893.35 亿元，毛利率 19.25%，同比增长 2.28 个百分点，主营业务盈利能力有所增长；净利润 73.71 亿元，同比增加 12.10 亿元，盈利能力有所提高。2020 年 3 月末，大唐集团总资产 7,680.86 亿元，所有者权益 2,126.30 亿元，资产负债率 72.32%。2020 年 1~3 月，营业收入和净利润分别为 450.32 亿元和 20.54 亿元，同比小幅下降。

综合分析，2019 年大唐集团营业收入有所增加，净利润同比增长，盈利能力持续增强，仍是国务院国资委重要的投资经营主体。

大唐集团为“12 桂冠 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

偿债能力

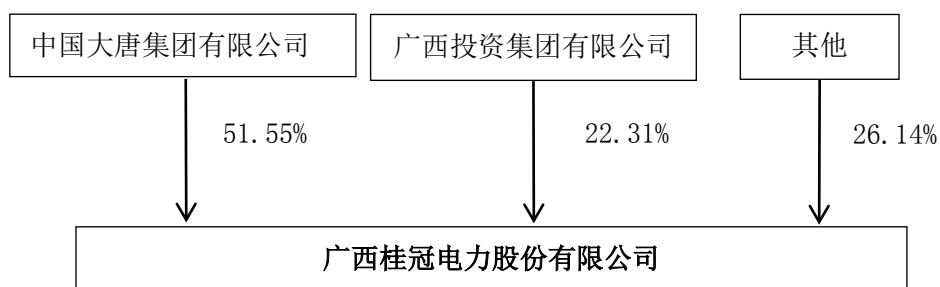
综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。2019 年以来，公司作为大唐集团整合广西境内水电资源的唯一平台，继续得到大唐集团的大力支持；电源结构仍以水电等清洁能源为主，继续享受较多税收优惠政策。但同时，受来水偏枯和上网电价下降影响，公司水电业务盈利能力小幅下降，且公司有息债务规模仍较大，存在一定短期偿债压力。大唐集团对“12 桂冠 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“12 桂冠 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



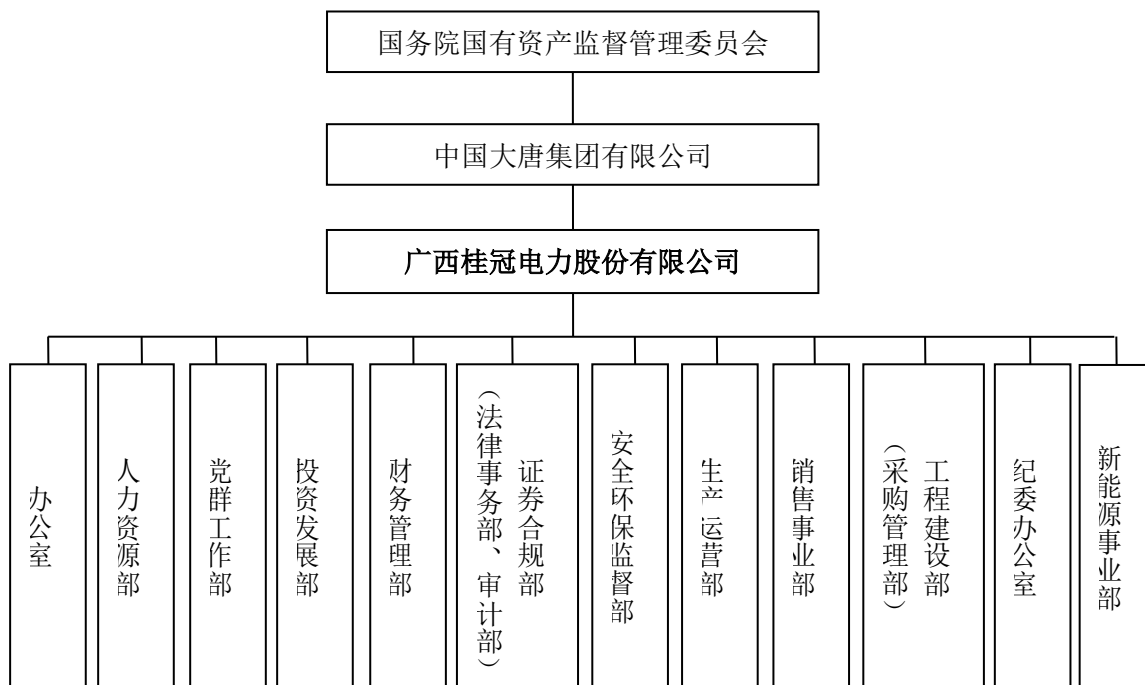
附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 3 月末广西桂冠电力股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2020 年 3 月末广西桂冠电力股份有限公司组织结构图





1-3 截至 2020 年 3 月末广西桂冠电力股份有限公司子公司情况

(单位: 万元、%)

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	取得方式
1	四川川汇水电投资有限责任公司	53,562	100.00	非同一控制下的企业合并
2	广西平班水电开发有限公司	30,000	63.00	投资设立
3	广西桂冠开投电力有限责任公司	75,000	52.00	投资设立
4	福建省集兴龙湘水电有限公司	2,600	100.00	非同一控制下的企业合并
5	福建安丰水电有限公司	3,000	66.00	非同一控制下的企业合并
6	大唐岩滩水力发电有限责任公司	95,113	70.00	同一控制下的企业合并
7	大唐桂冠合山发电有限公司	112,154	83.24	投资设立
8	龙滩水电开发有限公司	486,000	100.00	同一控制下的企业合并
9	湖北省巴东县沿渡河电业发展有限公司	12,000	65.00	非同一控制下的企业合并
10	广西大唐桂冠电力营销有限公司	21,000	100.00	投资设立
11	大唐香电得荣电力开发有限公司	40,564	100.00	投资设立
12	广西大唐桂冠新能源有限公司	31,492	100.00	投资设立
13	遵义桂冠风力发电有限公司	13,045	100.00	投资设立
14	兴义桂冠风力发电有限公司	10,282	100.00	投资设立
15	烟台海阳东源风电发展有限公司	3,000	80.00	非同一控制下的企业合并
16	烟台东源集团莱州风电有限公司	9,500	56.00	非同一控制下的企业合并
17	烟台东源集团开发区风电有限公司	6,000	80.00	非同一控制下的企业合并
18	大唐桂冠招远电力投资有限公司	9,900	100.00	非同一控制下的企业合并
19	大唐桂冠莱阳电力投资有限公司	9,700	100.00	非同一控制下的企业合并
20	大唐桂冠诚信(莱州)电力有限公司	5,362	55.00	投资设立
21	大唐迪庆香格里拉电力开发有限公司	35,265	73.93	同一控制下的企业合并
22	黔南朝阳发电有限公司	7,000	67.00	非同一控制下的企业合并
23	鹿寨西岸水电站有限公司	3,500	80.00	非同一控制下的企业合并
24	柳州强源电力开发有限公司	10,000	92.16	非同一控制下的企业合并
25	横县江南发电有限公司	25,000	72.00	非同一控制下的企业合并
26	广西昭平县百花滩水力发电有限公司	1,000	70.00	非同一控制下的企业合并
27	广西三聚电力投资有限公司	10,065	77.76	非同一控制下的企业合并
28	扶绥广能电力开发有限公司	13,750	51.00	非同一控制下的企业合并
29	永福强源电力开发有限公司	5,000	99.00	投资设立
30	广西三聚宝坛电力有限公司	6,840	90.00	非同一控制下的企业合并
31	黔西南州赵家渡水电开发有限公司	2,200	55.00	非同一控制下的企业合并
32	贵州中山包水电发展有限公司	1,000	73.00	非同一控制下的企业合并
33	贵州大田河水电开发有限公司	8,131	63.00	非同一控制下的企业合并
34	贵州白水河发电有限公司	1,000	50.00	非同一控制下的企业合并

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 2 主要财务指标

2-1 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
资产类				
货币资金	271,580	186,324	215,296	206,774
应收账款	101,663	97,183	102,796	107,379
预付款项	44,312	31,371	17,591	10,109
流动资产合计	463,839	361,738	368,300	361,673
长期股权投资	100,509	101,224	119,648	96,920
固定资产	3,432,716	3,477,532	3,689,698	3,366,917
在建工程	316,335	326,052	288,810	224,032
无形资产	70,121	70,729	72,531	43,464
非流动资产合计	3,978,098	4,033,964	4,226,894	3,766,027
总资产	4,441,936	4,395,701	4,595,194	4,127,701
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.11	4.24	4.69	5.01
应收账款	2.29	2.21	2.24	2.60
预付款项	1.00	0.71	0.38	0.24
流动资产合计	10.44	8.23	8.01	8.76
长期股权投资	2.26	2.30	2.60	2.35
固定资产	77.28	79.11	80.29	81.57
在建工程	7.12	7.42	6.29	5.43
无形资产	1.58	1.61	1.58	1.05
非流动资产合计	89.56	91.77	91.99	91.24
负债类				
短期借款	592,000	487,000	399,500	133,000
应付账款	133,265	129,248	131,855	106,418
其他应付款	28,859	28,432	37,539	59,190
一年内到期的非流动负债	317,426	294,835	324,374	216,295
流动负债合计	1,110,745	992,270	967,301	573,746
长期借款	1,465,280	1,583,843	1,846,960	1,779,653
应付债券	92,807	92,789	92,721	92,656
非流动负债合计	1,573,210	1,690,801	1,967,901	1,872,409
负债合计	2,683,955	2,683,071	2,935,202	2,446,155



2-2 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年
占负债总额比 (%)				
短期借款	22.06	18.15	13.61	5.44
应付账款	4.97	4.82	4.49	4.35
一年内到期的非流动负债	11.83	10.99	11.05	8.84
流动负债合计	41.38	36.98	32.96	23.46
长期借款	54.59	59.03	62.92	72.75
应付债券	3.46	3.46	3.16	3.79
非流动负债合计	58.62	63.02	67.04	76.54
权益类				
实收资本(股本)	788,238	788,238	606,337	606,337
资本公积	128,420	128,420	149,593	213,155
盈余公积	175,449	175,449	152,410	122,822
未分配利润	386,135	358,047	498,756	545,661
归属于母公司所有者权益	1,479,426	1,451,339	1,407,672	1,488,772
少数股东权益	278,556	261,292	252,320	192,774
所有者权益合计	1,757,982	1,712,631	1,659,992	1,681,546
损益类				
营业收入	169,412	904,344	951,434	877,510
营业成本	92,336	459,730	463,245	394,483
管理费用	6,553	38,506	33,169	33,527
财务费用	26,681	110,751	118,326	98,601
投资收益/损失	-711	5,223	15,612	5,413
营业利润	41,131	292,976	333,396	344,560
利润总额	37,542	289,647	334,623	343,685
所得税费用	6,335	49,770	63,499	63,169
净利润	31,207	239,877	271,125	280,516
归属于母公司所有者的净利润	28,087	211,393	238,473	251,075
占营业收入比 (%)				
营业成本	54.50	50.84	48.69	44.95
管理费用	3.87	4.26	3.49	3.82
财务费用	15.75	12.25	12.44	11.24
投资收益/损失	-0.42	0.58	1.64	0.62
营业利润	24.28	32.40	35.04	39.27
利润总额	22.16	32.03	35.17	39.17
所得税费用	3.74	5.50	6.67	7.20
净利润	18.42	26.52	28.50	31.97
归属于母公司所有者的净利润	16.58	23.38	25.06	28.61



2-3 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020 年 1~3 月 (未经审计)	2019 年	2018 年	2017 年
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	105,133	541,946	651,243	594,491
投资活动产生的现金流量净额	-17,606	-74,083	-210,898	-163,958
筹资活动产生的现金流量净额	-2,271	-496,435	-477,165	-394,632
主要财务指标				
EBIT	64,802	402,806	455,517	444,010
EBITDA	-	640,497	702,465	652,489
总有息债务	2,467,513	2,458,468	2,663,599	2,221,604
毛利率 (%)	45.50	49.16	51.31	55.05
营业利润率 (%)	24.28	32.40	35.04	39.27
总资产报酬率 (%)	1.46	9.16	9.91	10.76
净资产收益率 (%)	1.78	14.01	16.33	16.68
资产负债率 (%)	60.42	61.04	63.88	59.26
债务资本比率 (%)	58.40	58.94	61.61	56.92
长期资产适合率 (%)	83.74	84.37	85.83	94.37
流动比率 (倍)	0.42	0.36	0.38	0.63
速动比率 (倍)	0.39	0.34	0.37	0.60
保守速动比率 (倍)	0.25	0.19	0.23	0.36
存货周转天数 (天)	25.51	13.95	10.50	11.17
应收账款周转天数 (天)	52.82	39.80	39.76	38.34
经营性净现金流/流动负债 (%)	10.00	55.31	84.52	106.50
经营性净现金流/总负债 (%)	3.92	19.29	24.20	24.33
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.76	4.61	5.25	5.57
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.32	3.43	3.67	4.16
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	5.45	5.66	6.12
现金比率 (%)	24.45	18.78	22.26	36.04
现金回笼率 (%)	111.83	112.94	116.83	114.38
担保比率 (%)	-	3.05	3.14	3.11



2-4 中国大唐集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年
资产类				
货币资金	2,043,842	1,243,320	2,338,639	888,156
应收账款	4,439,137	4,534,808	3,633,939	3,271,293
流动资产合计	12,517,210	11,356,356	11,288,808	9,470,401
长期股权投资	2,423,867	2,361,006	2,483,829	2,297,389
固定资产	46,477,981	45,763,271	46,288,304	46,568,355
在建工程	7,864,418	8,556,390	8,130,295	7,336,777
无形资产	2,293,347	2,271,963	2,267,968	2,185,559
非流动资产合计	64,291,369	64,496,989	63,295,465	62,610,219
总资产	76,808,579	75,853,345	74,584,273	72,080,620
占资产总额比 (%)				
货币资金	2.66	1.64	3.14	1.23
应收账款	5.78	5.98	4.87	4.54
流动资产合计	16.30	14.97	15.14	13.14
长期股权投资	3.16	3.11	3.33	3.19
固定资产	60.51	60.33	62.06	64.61
在建工程	10.24	11.28	10.90	10.18
无形资产	2.99	3.00	3.04	3.03
非流动资产合计	83.70	85.03	84.86	86.86
负债类				
短期借款	7,938,628	7,703,417	5,335,703	7,454,413
应付账款	4,876,634	4,851,475	5,211,704	5,307,766
其他应付款	2,316,328	1,865,632	1,816,619	1,767,983
一年内到期的非流动负债	6,323,161	6,645,463	6,702,074	4,890,727
其他流动负债	1,204,953	1,081,440	2,487,893	1,673,451
流动负债合计	24,382,442	24,066,681	23,708,264	22,861,558
长期借款	26,003,811	26,193,622	28,260,867	28,936,165
应付债券	3,472,901	3,400,166	3,552,306	3,936,734
长期应付款	1,044,876	1,038,630	953,562	1,374,520
非流动负债合计	31,163,141	31,207,756	33,293,237	34,773,775
负债合计	55,545,583	55,274,437	57,001,501	57,635,333



2-5 中国大唐集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年
占负债总额比 (%)				
短期借款	14.29	13.94	9.36	12.93
应付账款	8.78	8.78	9.14	9.21
其他应付款	4.17	3.38	3.19	3.07
一年内到期的非流动负债	11.38	12.02	11.76	8.49
其他流动负债	2.17	1.96	4.36	2.90
流动负债合计	43.90	43.54	41.59	39.67
长期借款	46.82	47.39	49.58	50.21
应付债券	6.25	6.15	6.23	6.83
长期应付款	1.88	1.88	1.67	2.38
非流动负债合计	56.10	56.46	58.41	60.33
权益类				
实收资本(股本)	2,685,826	2,672,108	2,672,108	2,672,108
资本公积	1,630,196	1,634,440	1,689,887	1,164,966
未分配利润	-1,675,096	-1,673,027	-1,405,379	-1,366,482
归属于母公司所有者权益	11,043,093	11,037,991	9,279,347	6,168,289
少数股东权益	10,219,903	9,540,917	8,303,425	8,276,998
所有者权益合计	21,262,996	20,578,908	17,582,772	14,445,287
损益类				
营业收入	4,503,211	18,933,512	18,914,190	17,066,789
营业成本	3,637,437	15,288,089	15,703,113	14,484,070
管理费用	80,573	728,152	555,847	472,056
财务费用	477,615	1,801,972	1,977,362	1,821,281
投资收益	29,992	718,360	501,679	384,333
营业利润	293,784	1,320,767	987,214	519,678
营业外收支净额	2,009	-114,514	-27,372	127,106
所得税费用	295,793	1,206,252	343,712	142,695
利润总额	90,429	469,129	959,842	646,784
净利润	205,364	737,123	616,130	504,089
归属于母公司所有者的净利润	92,570	294,799	213,926	230,946
占营业收入比 (%)				
营业成本	80.77	80.75	83.02	84.87
管理费用	1.79	3.85	2.94	2.77
财务费用	10.61	9.52	10.45	10.67
投资收益	0.67	3.79	2.65	2.25
营业利润	6.52	6.98	5.22	3.04



2-6 中国大唐集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2020年1~3月 (未经审计)	2019年	2018年	2017年
占营业收入比 (%)				
利润总额	6.57	6.37	5.07	3.79
所得税费用	2.01	2.48	1.82	0.84
净利润	4.56	3.89	3.26	2.95
归属于母公司所有者的净利润	2.06	1.56	1.13	1.35
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	1,076,042	3,951,910	3,948,253	4,153,067
投资活动产生的现金流量净额	-288,849	-3,766,487	-2,635,824	-4,824,193
筹资活动产生的现金流量净额	48,807	-1,322,295	-34,295	443,500
财务指标				
EBIT	774,220	2,994,626	2,907,544	2,453,579
EBITDA	-	6,082,205	6,253,881	5,705,773
毛利率 (%)	19.23	19.25	16.98	15.13
营业利润率 (%)	6.52	6.98	5.22	3.04
总资产报酬率 (%)	1.01	3.95	3.90	3.40
净资产收益率 (%)	0.97	3.58	3.50	3.49
资产负债率 (%)	72.32	72.87	76.43	79.96
债务资本比率 (%)	74.26	69.41	73.15	77.13
长期资产适合率 (%)	81.54	80.29	80.38	78.61
流动比率 (倍)	0.51	0.47	0.48	0.41
速动比率 (倍)	0.48	0.43	0.43	0.35
保守速动比率 (倍)	0.11	0.07	0.12	0.06
存货周转天数 (天)	22.27	23.91	30.25	39.92
应收账款周转天数 (天)	89.68	77.66	65.71	66.11
经营性净现金流/流动负债 (%)	4.44	16.54	16.96	18.12
经营性净现金流/总负债 (%)	1.94	7.04	6.89	7.21
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	2.25	2.08	1.83	2.20
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.62	1.57	1.35	1.30
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.20	2.90	3.03
现金比率 (%)	8.51	5.30	10.31	4.34
现金回笼率 (%)	110.23	106.15	106.53	109.34
担保比率 (%)	-	2.37	2.97	20.53



附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数³ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁴ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

³ 一季度取 90 天。

⁴ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 少数股东权益 + 长期负债）/（固定资产 + 长期股权投资 + 无形及递延资产）× 100%



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。