



广西桂冠电力股份有限公司 2022 年度 第一期中期票据信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20223860D-03

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发行机构构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对其每年进行跟踪评级。
- 我公司将在本期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行人公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行人发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2022 年 11 月 29 日

发行人

广西桂冠电力股份有限公司

本期债项评级结果

AAA

发行要素

本期中期票据基础发行规模为0亿元，发行金额上限为14亿元，期限2+N(2)年，附利息递延支付权和赎回选择权，在公司不行使利息递延支付权的情况下，每年付息一次、到期一次还本。本期债券的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其它待偿还普通债务。募集资金计划用于偿还公司有息债务。

评级观点

中诚信国际肯定了广西桂冠电力股份有限公司（以下简称“桂冠电力”或“公司”）股东背景极强、装机规模优势突出、清洁能源占比高、水电资产优质、资本结构稳健及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到来水波动、煤电机组盈利弱和风电市场化改革等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

正面

- 控股股东中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”）综合实力雄厚，可对公司提供有力支持
- 控股装机规模大且清洁能源装机占比高，具有规模优势和很强的市场竞争力
- 负责红水河在广西流域的六级梯级电站运营，能够最大限度实现流域梯级电站发电效益
- 财务政策稳健，债务结构合理
- 银企关系良好，且为A股上市公司，融资渠道畅通

关注

- 来水、来风等自然条件变化对机组运营产生不确定影响
- 受广西区域清洁能源优先上网挤压，火电机组利用效率较低，盈利能力较弱
- 风电持续进行市场化改革，对风电机组盈利产生不确定影响

项目负责人：张雪飘 xpzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

● 财务概况

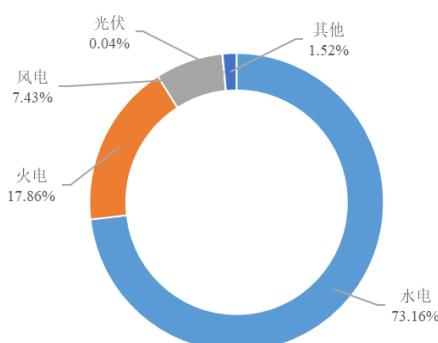
桂冠电力（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
总资产（亿元）	439.57	447.90	444.47	437.35
所有者权益合计（亿元）	171.26	193.60	196.94	205.26
总负债（亿元）	268.31	254.30	247.53	232.09
总债务（亿元）	246.44	244.27	241.23	225.52
营业总收入（亿元）	90.43	89.74	84.14	56.20
净利润（亿元）	23.99	24.95	15.95	22.07
EBIT（亿元）	41.08	40.11	27.79	30.57
EBITDA（亿元）	64.85	62.71	48.14	40.96
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	54.19	55.72	40.56	40.33
营业毛利率(%)	49.16	48.96	37.77	58.52
总资产收益率(%)	9.35	9.04	6.23	13.87*
EBIT 利润率(%)	45.42	44.70	33.02	54.39
资产负债率(%)	61.04	56.78	55.69	53.07
总资本化比率(%)	59.00	57.63	57.70	54.97
总债务/EBITDA(X)	3.80	3.90	5.01	2.75*
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.52	5.88	5.05	8.97
FFO/总债务(X)	0.19	0.19	0.15	0.30*

注：1、中诚信国际根据桂冠电力提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年及 2022 年 1~6 月财务数据采用了财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款中的带息债务以及其他权益工具中的永续债。

发行人概况

桂冠电力是经广西壮族自治区体改委桂体改股字[1992]6号文批准，由广西电网有限责任公司（以下简称“广西电网”）、广西投资集团有限公司（以下简称“广投集团”）、中国工商银行广西分行信托投资公司、交通银行南宁分行作为发起人，以定向募集方式设立的股份有限公司，2000年3月公司于上海证券交易所成功上市，股票代码为SH.600236。2006年6月，广西电网将所持公司股份以行政划拨方式转至大唐集团。公司主要从事电力业务，截至2022年9月末，公司控股装机容量为1,254.11万千瓦，已投产控股水电、煤电、风电、光伏装机容量分别为1,022.76万千瓦、133.00万千瓦、76.60万千瓦和21.75万千瓦。2021年实现营业收入84.14亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司公告，中诚信国际整理

产权结构：经多次配股、转股以及资产划转、收购，截至2022年9月末，公司实收资本78.82亿元，大唐集团持股51.55%，为公司控股股东，国务院国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

表 1：截至 2022 年 6 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年 6 月末		2021 年 1~6 月	
			总资产	净资产	营业收入	净利润
龙滩水电开发有限公司	龙滩水电	100.00%	181.85	63.52	25.50	10.04
大唐岩滩水力发电有限责任公司	岩滩发电	70.00%	39.08	30.09	8.01	4.06
广西桂冠开投电力有限责任公司	桂冠开投	52.00%	18.50	14.65	3.79	2.26
广西平班水电开发有限公司	平班水电	63.00%	13.08	8.10	1.67	0.94
四川川汇水电投资有限责任公司	川汇水电	100.00%	19.86	15.38	2.05	0.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期票据概况

表 2：本期票据基本条款

基本条款	
发行主体	广西桂冠电力股份有限公司
债券名称	广西桂冠电力股份有限公司 2022 年度第一期中期票据
注册金额	人民币 25 亿元
本期票据基础发行规模	人民币 0 亿元
本期票据发行金额上限	人民币 14 亿元

债券期限	2+N(2)年期，于公司按照发行条款的约定赎回之前长期存续，并于公司依照发行条款的约定赎回时到期。
债券利率及确定方式	本期中票前 2 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 2 个计息年度内保持不变。前 2 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 2 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如公司选择不赎回本期中票，则从第 3 个计息年度开始，每 2 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点。
利息递延支付权	除非发生强制付息事件，本期中票的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。
赎回选择权	每个票面利率重置日为赎回日，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中票。
偿还顺序	本期中票的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还普通债务。
还本付息方式	在公司不行使利息递延支付权的情况下，每年付息一次，到期一次性偿还本金。
募集资金用途	偿还公司有息债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期中期票据的发行将平稳接续到期债务，降低公司流动性压力，改善公司的债务结构。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，未来我国水电站规划的顺利推进将推动水电投资额及装机增速进入快速上升渠道；同时，外送通道建设及省间壁垒等问题短期内若无法得到有效解决，西南水电仍将面临一定消纳压力。近年来水电平均电价虽受市场化交易影响整体有所下降，但相比其他电源其仍具有明显竞争优势。

根据国家规划文件，我国在“十四五”、“十五五”期间将分别新增常规水电装机容量 4,000 万千瓦左右，除此之外还计划到 2025 年和 2035 年将抽水蓄能投产规模分别增至 6,200 万千瓦及 1.2 亿千瓦以上，而截至 2021 年末我国抽水蓄能在运装机为 3,639 万千瓦，因此中长期来看，未来我国水电投资额及装机增速将进入快速上升渠道。用电需求方面，近年来，受益于消纳政策效用的不断显现，国内水电机组利用小时数整体呈上升态势，但西南区域丰水期期间仍存在一定供需矛盾问题。2021 年南方偏枯的来水使得全国水电机组利用小时数比上年同期降低 203 小时，加之下游用电需求的不断回升，整体使得西南区域丰水期的电力供需矛盾得到一定缓解。未来，随着大型水电站进入集中投产期，若外送通道建设及省间壁垒等问题无法得到有效解决，西南水电仍将面临一定消纳压力。电价方面，近年来水电企业平均上网电价受到市场化交易等因素影响整体呈下降态势，考虑到水电电价水平较低，其在燃煤电价放开的背景下仍具有明显竞争优势。

详见《中国电力行业展望，2022 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

中诚信国际认为，桂冠电力规模优势突出，清洁能源占比很高，2021 年来，凭借其较强的流域梯级管理能力以及多元化的电源结构，公司上网电量保持较大规模且上网电价水平有所提升，综合来看公司业务竞争力很强，但需关注来水波动、燃煤价格波动以及电力市场化改革等因素对公司电站运营的后续影响。

公司电力资产优质，控股装机规模很大且持续提升，清洁能源装机占比很高，凭借其较强的流域梯级管理能力、多元化的电源结构以及广西地区良好的发展势头，公司电力业务竞争力很强。

截至 2022 年 9 月末，随着新能源项目的建成投产，公司控股装机规模增长至 1,254.11 万千瓦，

清洁能源装机占比提升至 89.39%。公司控股水电资产主要为红水河在广西流域的六级梯级电站以及四川、湖北、贵州、云南等地区径流式小水电，截至 2022 年 3 月末，公司位于广西区域的水电发电机组容量占广西地区水电总装机的 54.5%，具备一定的区域规模优势。其中，龙滩水电为红水河梯级开发的骨干工程，拥有大型水库，为年调节电站，近年来其发电量占公司水电总发电量的比重均在 35%以上。岩滩水电站亦为年调节电站，红水河其他梯级电站均为径流式电站，调节能力较弱，但受益于龙滩水电较大库容的调节，可实现很好的流域管理。另外，公司在四川、湖北、贵州和云南境内的水电站均为径流式电站，调节库容较小，调节能力相对较弱。

区域发展方面，近年来广西壮族自治区保持了较高的 GDP 增速。2021 年，广西壮族自治区实现 GDP 24,740.9 亿元，同比增长 7.5%，带动广西全社会用电量同比上升 10.2%至 2,236.23 亿千瓦时。发电量方面，2021 年，广西全区发电量同比上升 3.44%至 2,005.39 亿千瓦时。其中，水电 517.36 亿千瓦时，同比降低 15.86%；火电 1,118.07 亿千瓦时，同比增长 8.38%；核电 181.26 亿千瓦时，同比增长 7.65%；风电 160.61 亿千瓦时，同比增长 51.18%；光伏发电 28.08 亿千瓦时，同比增长 60.77%。整体上，区内电力供需偏紧，加之清洁能源优先上网政策使得广西壮族自治区清洁能源消纳保持很好水平，但火电利用效率受到挤压，处于全国相对较低水平，对区域火电机组盈利能力形成较大影响。政策方面，2022 年 9 月 29 日，自治区发改委发布《关于落实煤炭市场价格形成机制有关事项的通知》，确定自治区内电煤生产出矿环节中长期合同交易价格合理区间为每吨 270~420 元（3,000 千卡，含税），电煤现货交易价格不得超过中长期合同交易价格上限 50%，助益缓解区内火电经营压力。

表 3：截至 2022 年 9 月末公司控股电站资产情况（万千瓦）

电站名称	持股比例	装机容量	所在区域
平班水电	63%	40.50	广西省红水河
龙滩水电	100%	490.00	广西省红水河
岩滩水电	70%	181.00	广西省红水河
大化水电	100%	56.60	广西省红水河
百龙滩水电	100%	19.20	广西省红水河
乐滩水电	52%	60.00	广西省红水河
深圳分公司	--	18.00	贵州北盘江支流、云南白水河
川汇公司水电	100%	43.60	四川省岷江
得荣水电	51%	24.60	四川省金沙江二级支流硕曲河
香电水电	73.93%	8.52	云南省金沙江一级支流
沿渡河水电	65%	10.00	湖北省沿渡河
广源分公司	--	70.74	贵州北盘江支流、云南白水河、广西省红水河、洛清江等
控股水电合计	--	1,022.76	--
龙滩公司合山火电厂	100%	133.00	广西省合山市
控股火电合计	--	133.00	--
山东分公司	--	18.60	山东省烟台市
新能源公司	100%	29.20	广西省南宁市
盘州分公司	--	28.80	贵州省盘州市
控股风电合计	--	76.60	--
岩滩公司光伏	70%	5.00	广西省大化县
平班公司光伏	63%	4.70	广西省南宁市
合山公司光伏	100%	8.30	广西省合山市
龙滩公司梧州西江机场光伏	100%	3.75	广西省梧州市
控股光伏合计	--	21.75	--
控股装机总规模	--	1,254.11	--

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

2021 年，得益于较强的水库调节能力以及装机规模的提升，公司上网电量保持在较大规模；2022 年来，区域来水量回升使得公司上网电量大幅增长；此外，受政策和电力市场供需偏紧等因素影响，公司上网电价水平有所提升，但需关注来水波动、火电机组利用效率较低及风电市场化改革等因素对其机组运营产生的影响。

公司水电机组所在流域来水波动较大，2021 年受来水偏枯影响，公司水电发电量同比减少 20.35%。2022 年来，区域来水由枯转丰，1~9 月份实现水电发电量 307.97 亿千瓦时，较上年同期增长 28.25%。公司水电受益于较强的水库调节能力以及旺盛的用电需求，基本无弃水情况。此外，2021 年来广西取消了丰水期降价 10%、高能耗补贴、10 千伏用户补贴等多项水电减利政策，公司水电上网电价有所回升，对水电机组盈利能力形成一定支撑。

表 4：近年来公司水电机组运营指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
水电装机容量（万千瓦）	1,022.76	1,022.76	1,022.76	1,022.76
发电量（亿千瓦时）	361.00	367.62	292.82	81.72
上网电量（亿千瓦时）	358.02	364.48	290.17	81.52
平均机组利用小时数（小时）	3,529	3,594	2,863	799
含税平均上网电价（元/千瓦时）	0.243	0.229	0.242	0.306
弃水量（亿千瓦时）	0	0	0	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司通过龙滩水电运营火电业务。2021 年，广西地区电力供需紧张，公司持续加大火电机组出力，火电发电量呈上升态势，但受广西区域清洁能源优先上网等因素影响，公司火电机组利用小时数仍低于全国平均水平；同时，受煤价上升和保供电的影响，机组启停频繁，机组负荷变化大，30 万千瓦机组发电占比提升等，机组供电煤耗处于较高水平。2022 年 1~9 月，煤炭价格较上年高峰有所回落但仍高位运行，加之水电发电量超预期，公司降低火电机组出力以控制成本，累计完成发电量 19.74 亿千瓦时，较上年同期减少 30.98%。此外，公司火电全部参与市场化交易，2021 年来，受益于火电市场交易价格浮动范围扩大¹，火电电价上升幅度较大，一定程度缓解了火电业务的亏损压力。

表 5：近年来公司火电业务主要运营数据

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
火电装机容量（万千瓦）	133.00	133.00	133.00	133.00
发电量（亿千瓦时）	28.44	36.80	42.71	9.61
上网电量（亿千瓦时）	25.98	33.53	38.53	9.49
机组利用小时（小时）	2,139	2,767	3,211	723
上网电价（含税，元/千瓦时）	0.393	0.387	0.441	0.512
供电标准煤耗（克/千瓦时）	309.70	306.60	313.98	313.70
市场煤采购数量（万吨）	149.50	161.45	207.53	40.58
到厂标煤价格（含税，元/吨）	893.77	778.19	1,334.38	1,130.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，公司风电装机规模保持增长，风电发电量较上年同期增长 159.04%。由于公司风电仅少部分参与市场化交易，电量消纳情况较好。机组效率方面，公司在山东、贵州的风电机组受当地风资源情况影响，平均利用效率低于全国风电平均利用小时数；2021 年上半年投产的马王风电

¹ 《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）称，国内燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制。

场风电机组利用小时虽较高，但由于未满会计年度，导致 2021 年公司风机整体平均利用小时数略有下降。2022 年 1~9 月，由于公司四格风电机组改造工作完成，加之来风情况较好，机组利用效率大幅提升，累计完成发电量 12.81 亿千瓦时，较上年同期增长 78.91%。上网电价方面，2021 年，受市场化交易等因素影响，公司风电上网电价小幅下降。此外，2021 年 12 月 21 日，国家能源局下发《电力并网运行管理规定》和《电力辅助服务管理办法》(简称“两个细则”)将新能源作为并网主体纳入考核，以平衡电力系统内所有电源的出力和利润分配，并承担电网的安全责任。受两个细则影响，被纳入考核的风电厂将支付一定的考核费用，另外，由于考核时间具有不确定性，风电上网电价会有所波动。2022 年一季度，公司风电厂未纳入考核，故风电上网电价相对较高。需持续关注市场化改革和两个细则对公司风电机组盈利的影响。

表 6：近年来公司风电业务有关指标

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
风电装机容量(万千瓦)	28.15	32.15	76.60	76.60
发电量(亿千瓦时)	4.26	4.81	12.46	5.23
上网电量(亿千瓦时)	4.18	4.68	12.10	5.21
平均利用小时数(小时)	1,513	1,769	1,627	683
上网电价(含税, 元/千瓦时)	0.596	0.590	0.583	0.598

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司光伏发电业务起步较晚，装机规模相对较小，截至 2022 年 9 月末，公司光伏发电装机规模为 21.75 万千瓦，2022 年 1~9 月累计完成发电量 1.26 亿千瓦时。

公司在建和储备项目主要为新能源电站，未来投产后，电源结构将进一步优化。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建、拟建工程合计总投资 37.83 亿元，已完成投资 3.79 亿元，以风电及光伏项目为主，未来一段时间内投资规模尚可。此外，截至 2022 年 10 月 29 日，公司取得 54.07 万千瓦的新能源建设指标²，随着在建项目的逐步投产运营，公司电源结构将进一步优化。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况(亿元)

在建项目名称	计划总投资	已投资	计划投资额		拟投产时间
			2022.3~12	2023.1~12	
合山灰场光伏电站项目	6.08	1.91	3.17	1.02	2022.07
隆林县者保乡 110MW 林光互补光伏发电开发投资项目	3.59	1.20	2.03	0.36	2022.07
广西宾阳马王风电场三期项目	8.22	0.68	6.67	0.92	2023.12
合计	17.89	3.79	11.87	2.30	--

注：1、部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异；2、上表列示的在建项目均为当前正在施工建设的重大在建工程项目，其他小型基建、改造及小型电力配套工程项目、技改项目及停建、缓建等短期内无实际投资计划的项目未列示。

资料来源：公司提供

表 8：截至 2022 年 3 月末公司拟建项目情况(亿元)

在建项目名称	计划总投资金额	计划开工时间	拟投产时间	建设状态
广西博白射广嶂风电场三期项目	8.02	2022.9.30	2023.12.31	开工准备
广西梧州西江林光互补光伏发电项目	2.08	2022.6.30	2022.12.31	开工准备
广西武宣县雅村大藤峡淹没区光伏一期	5.70	2022.6.30	2022.12.31	开工准备
山西祁县光储一体化项目	4.14	2022.6.30	2022.12.31	开工准备
合计	19.94	--	--	--

² 包括广西港北庆丰光伏项目、东华镇 55MWp 农光互补项目、大塘农光互补项目、新华农光互补项目、稷山光储一体化项目、都阳风电项目和更新风电项目，合计总投资额约为 33.96 亿元。其中，光伏项目均取得投资项目备案证明，风电项目均已取得核准。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，2021 年来，公司仍保持稳健的财务政策、合理的债务结构，财务杠杆持续优化且处于行业较低水平。同时，较强的获现水平、外部融资能力以及一定水平的内部流动性，为债务偿还或续接提供很强支撑，整体偿债能力很强。

2021 年，公司财务杠杆水平持续优化，处于行业合理水平；公司盈利能力虽受自然条件变化有所波动，但仍保持在较强水平。2022 年来，公司盈利及经营获现水平大幅提升，加之资本支出压力较为可控，财务杠杆进一步优化。

公司资产主要由固定资产和在建工程等非流动资产构成，符合电力行业特性。2021 年来，公司在建和投资规模较小，随着折旧的计提，固定资产和在建工程合计有所下降；同时，公司保持了较大的债务偿还力度，货币资金亦持续下降，使得资产总额有所减少。公司负债结构主要以银行的间接融资及债务融资工具的直接融资为主，期限分布较为合理，且随着未分配利润的积累，权益规模保持增长，杠杆水平持续优化，处于行业合理水平。

盈利方面，2021 年，在来水偏枯使得水电发电量下降、燃煤价格上升导致火电业务亏损加剧等因素共同影响下，公司盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。2022 年 1~6 月，受区域来水情况好转、燃煤价格下降以及火电电价上升等因素影响，公司净利润同比增长 58.23%，盈利能力大幅提升。

现金流方面，2021 年，受利润规模下降影响，公司经营活动净现金流有所减少，但获现能力仍保持在很高的水平，可以在有效覆盖投资活动支出所需的同时保持较大的债务偿还力度。2022 年 1~6 月，得益于上网电量大幅增长，公司经营活动净现金流同比增长 42.27%，保持了对投、融资活动现金支出的较强覆盖能力。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
营业收入	90.43	89.74	84.14	56.20
营业毛利率(%)	49.16	48.96	37.77	58.52
净利润	23.99	24.95	15.95	22.07
资产总额	439.57	447.90	444.47	437.35
负债总额	268.31	254.30	247.53	232.09
资产负债率(%)	61.04	56.78	55.69	53.07
总资本化比率(%)	59.00	57.63	57.70	54.97
经营活动净现金流	54.19	55.72	40.56	40.33
投资活动净现金流	-7.41	-25.23	-13.53	-11.54
筹资活动净现金流	-49.64	-30.55	-30.55	-34.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年来，公司债务规模持续下降，偿债指标虽有所波动但均保持在较强水平且在 2022 年来提升明显，保持了很强的偿债能力。

2021 年来，依托于较强的经营获现能力，公司保持了较大的债务偿还力度，债务规模持续下降。公司债务主要由银行信用借款、抵质押借款、租赁融资及公开发行债券组成，期限结构合理。2021 年，公司 EBITDA、经营活动净现金流有所下降，偿债指标有所下行但仍处于较好水平。2022 年

来，公司盈利及经营获现能力大幅提高，偿债指标大幅提升，保持很强的偿债能力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2019	2020	2021	2022.1~6
总债务（亿元）	246.44	244.27	241.23	225.52
短期债务占比(%)	31.73	16.87	25.16	27.53
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.61	5.22	4.26	8.84
经调整的经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.19	0.13	0.33*
总债务/EBITDA(X)	3.80	3.90	5.01	2.75*
FFO/总债务(X)	0.19	0.19	0.15	0.30*
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.52	5.88	5.05	8.97

注：带*指标已经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 618.63 亿元，其中尚未使用额度为 425.84 亿元。截至 2022 年 6 月末，公司货币资金 9.95 亿元，其中受限货币资金 0.54 亿元。公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。同期末，公司受限资产合计为 39.61 亿元，占当期末总资产的 9.06%，主要为用于抵押的固定资产及应收票据。整体上，公司较强的获现能力、充足的授信余额、多渠道的融资方式以及一定水平的内部流动性，为公司偿还或续接债务提供良好保障。

本期中期票据附利息递延支付权，若公司决定递延支付利息，则会使投资人获取利息的时间延长或在中短期内无法获取利息。

本期中期票据计入股东权益，若后续会计政策、标准发生变化，可能使本期中期票据重分类为金融负债，从而导致公司资产负债率上升或导致公司行使赎回选择权。

本期中期票据的清偿顺序列于普通债务之后，在极端情况下，可能出现公司资产不足以清偿其待偿还普通债务，从而导致本期中期票据无法足额清偿的风险。

其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼；公司对外担保余额为 5.22 亿元，为对控股股东大唐集团提供的连带责任担保，代偿风险极小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 11 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设³

假设

——2022 年下半年，公司水电机组发电量继续保持上半年增长趋势，火电机组利用效率受到挤压，此外，结合新能源机组新增装机与风光资源禀赋情况，预测公司 2022 年总发电量同比大幅

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

增长。

——2022 年下半年，公司水电继续执行批复电价，价格保持稳定；火电电价受市场影响上浮，风电、光伏价格保持稳定，预计全年盈利能力较上年显著提升。

——2022 年，公司项目建设按计划推进。

——2022 年，桂冠电力财务政策稳健，继续压降债务规模。

预测

表 11：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率(%)	57.63	57.70	51.48~55.29
总债务/EBITDA(X)	3.90	5.01	2.58~3.93

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成很好覆盖。

2021 年来，公司经营活动净现金流均保持在较大规模，是公司主要的流动性来源之一。截至 2022 年 6 月末，公司非受限货币资金为 9.40 亿元，且授信余额充足，备用流动性较好；此外，作为 A 股上市公司，具有直接融资能力。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、外部投资以及发放股利。公司债务以长期债务为主，截至 2022 年 6 月末，一年内到期债务规模 62.09 亿元，其中短期借款 32.85 亿元，考虑公司稳定的经营能力，良好的银企关系，流贷接续后，短期偿债压力较小。公司外部投资以电力项目投资为主，未来资本支出压力尚可。此外，得益于债务规模持续下降，公司近年来分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出呈下降态势，2021 年末为 27.97 亿元。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，可以有效覆盖未来一年的流动性需求。

表 12：截至 2022 年 6 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	1 年以内到期	1~3 年	3 年以上到期
合并口径	62.09	88.84	54.07
银行融资	52.23	45.41	53.32
公开债务	9.30	39.96	0.00
其他	0.56	3.47	0.75

注：上述到期债务中不含其他权益工具中的永续债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析

中诚信国际认为，公司清洁能源装机占比极高，并积极参与绿电交易，落实国家碳排放交易政策，履行作为区域能源龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构完善，内控制度健全，目前公司 ESG 表现良好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司清洁能源机组占比极高，并积极参与绿色电力交易，2021 年成功签约 500 万千

瓦时光伏电量交易框架协议；桂冠电力合山公司上缴碳排放量 548.36 万吨，实现全国碳市场首个履约周期内的 100%履约；此外，公司还积极推进珍稀特有鱼类增殖放流中心站建设，为保护生物多样性做出贡献。截至 2021 年末，公司已投运火电机组已全部安装脱硫、脱硝装置，并已经完成超低排放。

社会方面，公司注重员工发展，积极推进机构编制改革，不断健全员工激励机制、培养体系，人员稳定性较高；此外，作为电力企业积极承担能源保供以及珠江流域调水压咸等社会责任，充分发挥水库的综合效益。

公司治理方面，公司依照《公司法》及现代公司制度要求下设股东大会、董事会、监事会和管理层，法人治理结构较为完善。公司建立了完备的内部控制制度以及风控体系，包括财务审计管理、对外投资管理、对外担保管理、关联交易管理、信息披露管理、内部信息保密等公司重要的内部控制活动，保证公司总体业务在风险可控的情形下平稳有序运行。此外，根据公司与中国大唐集团财务有限公司（以下简称“大唐财务”）签订的《金融服务协议》，大唐财务为公司提供存款、贷款、结算、担保、授信、资金统一结算等服务，公司同时获得其不超过 70 亿元综合授信额度。战略方面，公司将在做好水电运营基础上，稳步开发风电、光伏发电等新能源项目，将加快拓展红水河能源基地规模，推动配置新能源项目全面落地。

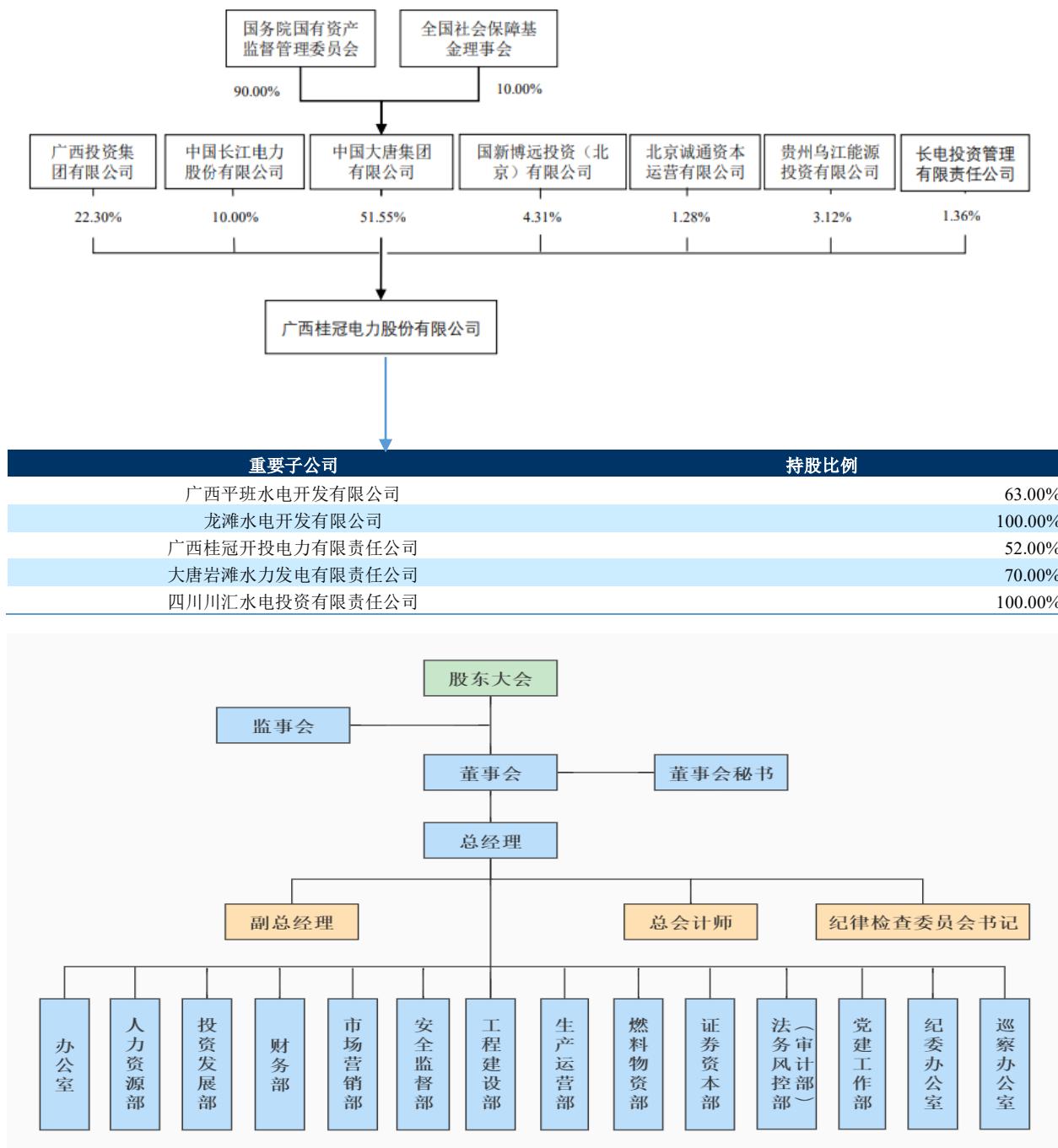
外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“广西桂冠电力股份有限公司 2022 年度第一期中期票据”的信用等级为 **AAA**。

附一：广西桂冠电力股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：广西桂冠电力股份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)	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	186,324.44	188,386.83	156,190.05	99,454.43
应收账款	97,183.03	128,586.35	140,070.13	151,174.50
其他应收款	3,922.31	3,321.39	5,292.29	4,688.04
存货	24,683.95	16,459.27	24,156.72	14,337.53
长期投资	112,799.29	127,014.54	131,480.12	130,194.34
固定资产	3,477,532.48	3,338,144.06	3,525,408.35	3,449,779.19
在建工程	326,052.45	444,162.62	250,128.25	239,579.08
无形资产	70,728.62	70,121.90	68,798.20	67,813.84
资产总计	4,395,701.46	4,479,004.07	4,444,721.00	4,373,501.20
其他应付款	35,154.93	30,124.60	29,396.42	32,497.88
短期债务	781,835.32	412,064.23	606,902.34	620,870.01
长期债务	1,682,578.05	2,030,684.89	1,805,395.53	1,634,372.56
总债务	2,464,413.37	2,442,749.12	2,412,297.87	2,255,242.57
净债务	2,278,262.46	2,257,087.70	2,261,813.24	2,161,193.56
负债合计	2,683,070.96	2,543,020.04	2,475,319.77	2,320,927.23
所有者权益合计	1,712,630.50	1,935,984.04	1,969,401.24	2,052,573.96
利息支出	117,545.82	106,726.20	95,320.52	45,641.37
营业总收入	904,344.01	897,394.53	841,429.00	561,971.04
经营性业务利润	281,447.65	293,396.72	186,909.55	266,509.44
投资收益	5,222.96	6,909.90	7,879.41	-1,285.78
净利润	239,876.98	249,458.86	159,529.05	220,694.46
EBIT	410,796.23	401,112.32	277,853.28	305,665.09
EBITDA	648,487.64	627,067.31	481,442.19	409,564.59
经营活动产生的现金流量净额	541,946.43	557,164.00	405,645.92	403,267.29
投资活动产生的现金流量净额	-74,082.53	-252,290.99	-135,292.69	-115,380.16
筹资活动产生的现金流量净额	-496,435.15	-305,536.03	-305,530.03	-344,322.74
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率(%)	49.16	48.96	37.77	58.52
期间费用率(%)	16.50	14.87	14.10	9.69
EBIT 利润率(%)	45.42	44.70	33.02	54.39
总资产收益率(%)	9.35	9.04	6.23	13.87*
流动比率(X)	0.36	0.58	0.43	0.38
速动比率(X)	0.34	0.55	0.41	0.37
存货周转率(X)	18.62	22.27	25.78	24.22*
应收账款周转率(X)	9.31	7.95	6.26	7.72*
资产负债率(%)	61.04	56.78	55.69	53.07
总资本化比率(%)	59.00	57.63	57.70	54.97
短期债务/总债务(%)	31.73	16.87	25.16	27.53
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.17	0.19	0.13	0.33*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.55	1.10	0.51	1.19*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	4.61	5.22	4.26	8.84
总债务/EBITDA(X)	3.80	3.90	5.01	2.75*
EBITDA/短期债务(X)	0.83	1.52	0.79	1.32*
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.52	5.88	5.05	8.97
EBIT 利息保障倍数(X)	3.49	3.76	2.91	6.70
FFO/总债务(X)	0.19	0.19	0.15	0.30*

注：1、2022年半年报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款中的带息债务以及其他权益工具中的永续债；
3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	现金周转天数	
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业收入-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-非经常性损益调整项
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn