跟 踪 评 级 公 告

联合 [2018]1156 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 01”和“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：

二零一八年十二月二十二日

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

广西桂东电力股份有限公司
公开发行公司债券 2018 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 01	6.00 亿元	7（5+2）年	AA	AA	2017.6.6
11 桂东 02	2.28 亿元	7（5+2）年	AA	AA	2017.6.6

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	110.05	127.54	137.52
所有者权益（亿元）	30.48	25.20	23.49
长期债务（亿元）	53.81	48.43	22.12
全部债务（亿元）	72.07	90.66	90.69
营业收入（亿元）	52.13	102.45	34.27
净利润（亿元）	2.36	0.92	-0.70
EBITDA（亿元）	7.42	6.30	--
经营性净现金流（亿元）	2.28	2.27	-3.80
营业利润率（%）	11.49	5.77	3.16
净资产收益率（%）	7.75	3.32	-2.88
资产负债率（%）	72.30	80.24	82.92
全部债务资本化比率（%）	70.28	78.25	79.43
流动比率（次）	1.30	0.77	0.60
EBITDA 全部债务比（%）	0.10	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	1.55	--
EBITDA/代偿本金合计（倍）	0.90	0.76	--

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、2018 年一季度数据未经审计、指标未年化。

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。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天气影响、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，公司将继续保持“厂网合一”对区域电力供应的竞争优势，若动力车间项目恢复重建且随着项目竣工，公司电力装机容量将进一步增长，电力输送能力将进一步提升，公司盈利能力将有望提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“11 桂东 01”和“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．公司可供出售金融资产中国海证券股份有限公司不限售股票占比较高、现金收入质量保持较高水平，受限资产占比较低，资产流动性较强。

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．公司在建项目投资额较大，未来面临较大的资金支出压力。

3．2017 年审计报告为带强调事项段的无保留意见审计报告，关注在建动力车间项目的恢复

重建事项。如果未来不能恢复重建，将对公司经营情况及财务状况产生重大影响。

4.跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，短期债务规模快速增长，公司整体债务负担大幅上升，偿债压力较大。

分析师

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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：

联合信用评级有限公司

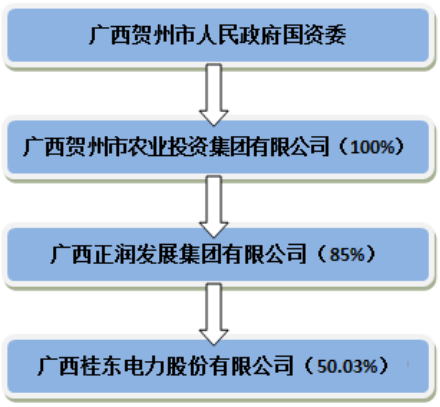
一、主体概况

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，以合面狮水电厂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 2017 年末，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”），持股比例 50.03%，公司实际控制人为贺州市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1　截至2017年末公司股权结构图



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 2017 年末，公司拥有全资及控股子公司 17 家；公司在职员工人数为 2,168 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 127.54 亿元，负债合计 102.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 25.20 亿元，归属于母公司的所有者权益 20.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 102.45 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 137.52 亿元，负债合计 114.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 23.49 亿元，归属于母公司的所有者权益 18.64 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.27 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.95 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。

2017 年 3 月 29 号，公司公告，决定不上调“11 桂东 01”票面利率，即“11 桂东 01”存续期限后 2 年的票面利率仍为 6.30%，并在存续期限后 2 年固定不变。2017 年 4 月 18 号，公司发布公告，“11 桂东 01”回售申报有效数量为 0 手，回售金额为 0 元，故无回售资金需发放。

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 4 月 12 日支付了“11 桂东 01”自 2017 年 4 月 16 日至 2018 年 4 月 15 日期间的利息。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

我国电源结构以火力发电为主，近年来，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，火电装机容量增速明显放缓，加之非化石能源使用的政策性推广，非化石能源装机及发电量快速增长，我国电源结构持续优化。需求层面，2017 年受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量增速较上年小幅增长。

总体看，我国火力发电装机容量较为稳定，新增装机容量增速放缓，但新能源机组容量占比及发电规模大幅增长。

（2）电力行业运行状况

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，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国全口径装机容量及火电装机容量增速均明显放缓。截至 2017 年底，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦，同比增长 7.6%，同比增速降低 0.6 个百分点；其中，火电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 4.3%，同比增速降低 1.0 个百分点；火电装机容量占比 62.2%，同比下降 2.00 个百分点；非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 37.8%。全国新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，均创历年新高；新增水电装机 1,287 万千瓦，其中，抽水蓄能 200 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，其中 82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。

在发电机组有效利用程度方面，受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增长 23 小时；水电 3,579 小时，同比减少 40 小时。受国家对非化石能源推广力度的不断加大，非化石能源的设备利用小时数明显增加，其中全国并网风电设备利用小时 1,948 小时，同比提高 203 小时；全国并网太阳能发电设备利用小时 1,204 小时，同比提高 74 小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高

380 小时和 146 小时；核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。

从发电量看，2017 年，我国实现全口径发电量 64,179 亿千瓦时，同比增长 6.5%，其中火电发电量 45,513 亿千瓦时，同比增长 5.2%，占全国发电量的 70.92%，比上年下降 0.68 个百分点；水电发电量 11,945 亿千瓦时，同比增长 1.7%，占全国发电量的 18.61%，比上年下降 1.10 个百分点；核电、并网风电以及并网太阳能发电量占比均较上年有不同程度提高。

国内电力消费方面，2017 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，跟踪期内，我国火电装机容量增速出现了一定程度的下降，同时，随着 2017 年宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局改善。

（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，跟踪期内，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　近年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
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017 年 3 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。 通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75%以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓减项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而里列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并并网发电。	2017 年 9 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，此外，现阶段我国政府通过加快电网络建设、化解过剩产能及电力市场改革等举措，积极化解我国电力供需不平衡以及火电产能相对过剩情况，可保证我国电力行业的稳定、向好发展。

（4）行业关注

宏观经济波动对发电力需求侧影响

电力生产行业具有相当强的周期性。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

电源结构不合理，火电比重较高

在电源结构方面，火电比重偏高。近年来，虽然我国高度重视清洁能源的发展，水电、风电等各种类型的清洁发电装机容量都有较快增长。但是，由于以火电为主的电源结构并未得到根本性改善。

电改后售电公司平衡市场供需

国家电改政策文件中指出要建立相对独立的电力交易机构，推动电力市场平稳起步，允许社会资本成立售电公司，进入售电侧市场。新模式下，由电网公司垄断“独买独卖”的模式将逐步转向“多买多卖”的市场格局，各市场主体以自身利益最大化的原则，将电能量作为一种商品在电力交易市场上交易，利用价格杠杆使电力市场达到最优的平衡状态。本次电力改革后，电价形成将依赖电力市场高效配置供需两侧，充分反映供需两侧的提供和接受电力能量的价格水平。

（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*

2017 年，中国经济保持稳定增长，全年国内生产总值增长 6.9%。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。

2017 年，国际原油市场供需基本面总体好转，国际油价呈“V”型走势，总体较上年同期上涨；地缘政治风险和突发事件频发，年内油价短期波动频繁。北海布伦特原油现货年平均价格为 54.19 美元/桶，较上年同期增长 23.9%；美国西得克萨斯中质原油（“WTI”）现货年平均价格为 50.79 美元/

桶，较上年同期增长 17.2%。WTI 与北海布伦特原油平均价差明显扩大。据国家发展与改革委员会（以下简称“国家发改委”）资料显示，2017 年国内原油产量 19,142 万吨，比上年同期下降 3.2%。

2017 年，国内成品油消费增速小幅反弹，汽油消费增速有所放缓，柴油消费增速由负转正。国内炼油能力继续增长，原油加工量增幅扩大，市场资源较为宽松，成品油净出口进一步增加。据国家发改委资料显示，2017 年国内原油加工量 56,246 万吨，较上年同期增长 7.4%，成品油产量 34,617 万吨，较上年同期增长 6.9%；成品油消费量 30,661 万吨，比上年同期增长 5.9%，其中汽油较上年同期增长 10.2%，柴油较上年同期增长 2.0%。全年国家 17 次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨人民币 435 元/吨，柴油标准品价格累计上涨人民币 420 元/吨。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致。

2017 年，国内化工产品市场整体表现良好。上半年，国内化工品需求表现疲软，加之原油价格震荡下行，化工产品价格处于回调阶段；下半年，化工需求稳步增加，国家供给侧改革的持续推进与环保政策的实施，行业供给有所收缩，原油价格上涨亦推升化工市场交易量，受上述因素影响，化工产品价格震荡上行，部分品种价格涨至年内高位。

2017 年，天然气消费增速重回两位数，国内天然气产量快速增长，进口天然气量高速增长，市场供需处于紧平衡状态。国家加快天然气市场化改革进程，下调非居民用气基准门站价格，加强中间管输环节的价格监管，上海石油天然气交易中心首次开展竞价交易，市场决定价格作用明显增强。据国家发改委资料显示，2017 年国内天然气产量 1,487 亿立方米，较上年同期增长 8.5%；天然气进口量 920 亿立方米，较上年同期增长 27.6%；天然气表观消费量 2,373 亿立方米，较上年同期增长 15.3%。

在石油、石化行业政策方面，2017 年 1 月 5 日，国家发改委、国家能源局正式发布《能源发展“十三五”规划》，规划指出：应积极优化能源开发布局、拓展天然气消费市场，以及开展成品油质量升级专项行动。石油方面，加强国内勘探开发，促进石油增储稳产。天然气方面，坚持海陆并进，常非并举。推进鄂尔多斯、四川、塔里木气区持续增产，加大海上气区勘探开发力度。

2017 年 1 月 19 日，国家发改委印发《石油发展十三五规划》《天然气发展十三五规划》。石油十三五规划提出，“十三五”期间，年均新增探明石油地质储量 10 亿吨左右，2020 年国内石油产量 2 亿吨以上。

2017 年 4 月 20 日，2017 年石化产业大会在大连召开，会上发布了《中国石油和化工行业绿色发展六大行动计划》。石化联合会要求，全行业要坚持以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，大力实施创新驱动和绿色可持续发展战略，加快淘汰落后产能，发展循环经济，推进绿色制造，实施清洁生产，提高资源利用率，减少“三废”排放，向社会提供高质量、高附加值、绿色低碳的石化产品，努力实现供给侧结构性改革和全行业转型升级的突破性进展。

2017 年 5 月 21 日，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务。

2017 年 12 月 5 日，国家发改委、工业和信息化部两部委联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，从更高的层面完善行业绿色标准，建立绿色发展长效机制，推动石化产业绿色可持续发展。

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行业，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。

由于任期届满，原公司董事李德庚不再担任董事职务，原公司监事梁明金、丁波、黄小江、柳世伦、黄宏彬不再担任监事职务。公司董事会、监事会进行了换届选举，并聘任了新一届的高级管理人员。经2017年10月18日召开的公司2017年度第二次临时股东大会决议，选举秦敏、邹雄斌、朱震、曹晓阳、利聪、张青、薛有冰、陶雄华8人与公司职工代表联席会议选举产生的潘少华为公司第七届董事会成员（其中张青、薛有冰、陶雄华3人为独立董事）；选举覃业刚、黄云保、高晓菲3人与公司职工代表联席会议选举产生的周艳、梁振强为公司第七届监事会成员。2017年10月18日，公司第七届董事会第一次会议通过决议，聘任秦敏为公司总裁，曹晓阳、温业雄、罗贤洪、李均毅、陆兵为公司副总裁，李均毅兼任公司财务总监（财务负责人），陆培军为公司董事会秘书。

总体看，跟踪期内，公司董事会、监事会换届，人事结构调整，对公司经营、管理不会产生重大影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 102.45 亿元，同比大幅增长 96.54%，主要系公司贸易业务规模扩大所致。由于自发电量大幅减少，成本较高的外购电量同比增加，发、售电利润减少，公司实现净利润同比下降 60.88%至 0.92 亿元。

从主营业务收入构成来看，2017 年公司售电业务收入 15.50 亿元，同比下降 1.59%；发电业务收入 3.64 亿元，同比下降 19.47%，主要系公司各水电厂流域全年来水同比偏少，各水电厂年利用小时数同比下降所致。公司贸易业务规模扩大带动收入规模大幅提升，当年实现收入 84.89 亿元，占比由 67.04%上升到 82.98%，为公司收入的主要来源；其他板块收入较稳定。

表 2　公司收入情况（单位：亿元、%、百分点）

产品	2016 年			2017 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	15.75	30.27	16.33	15.50	15.15	10.79	-1.59	-5.54
发电	4.52	8.69	63.76	3.64	3.55	58.69	-19.47	-5.07
贸易	34.88	67.04	2.45	84.89	82.98	2.27	143.38	-0.18
电力设计咨询	0.05	0.10	53.83	0.96	0.94	49.90	1,820.00	-3.93
其他	0.07	0.14	16.40	0.06	0.06	-17.90	-12.86	-34.30
减：公司内部抵消数	3.25	6.24	2.91	2.75	2.69	--	--	--
合计	**52.03**	**100.00**	**12.02**	**102.30**	**100.00**	**5.95**	96.62	-6.07

资料来源：公司年报

从毛利率来看，公司的售电业务毛利率为 10.79%，较上年下降 5.54 个百分点，主要系成本较高的外购电量占比提高所致。发电业务毛利率为 58.69%，较上年下降 5.07 个百分点，主要系发电量减少所致。贸易板块毛利率为 2.27%，较上年下降 0.18 个百分点。其他板块业务毛利率对公司综合毛利率影响较小。受上述因素影响，2017 年公司综合毛利率为 5.95%，较上年下降 6.07 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.27 亿元，较上年同期增长 97.18%，主要系子公司广西永

盛石油化工有限公司（以下简称“永盛公司”）贸易规模扩大所致；公司实现净利润-0.70 亿元，较上年同期亏损额减少 0.12 亿元。2018 年一季度出现亏损主要系一季度发电量同比减少，成本较高的外购电量增加，下游行业用电负荷结构不理想所致。

总体看，2017 年，公司贸易经营规模扩大带动营业收入大幅上升，但综合毛利率大幅下降。同时，受发电及售电利润减少影响，公司净利润大幅下降。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 2017 年末，公司自有及控股装机容量合计 38.26 万千瓦，包括五个主要水力发电厂：合面狮电厂、巴江口电厂、昭平电厂、下福电厂、梧州京南水电厂，全部为水力发电装机。跟踪期内，公司总装机容量与去年相比无变化。2017 年公司各水电厂流域全年来水同比偏少，各水电厂年利用小时数均同比下降。2017 年公司发电量同比下降 14.49%。

表 3　公司电力资产情况（单位：亿千瓦时、小时）

项目		2016 年	2017 年	发电量变动率	年利用小时数变动值
发电量	合面狮水电厂	4.95	3.28	-33.74	--
	巴江口水电厂	5.47	4.74	-13.35	--
	昭平水电厂	3.89	3.26	-16.20	--
	下福水电厂	2.60	2.21	-15.00	--
	京南水电厂	3.72	2.89	-22.31	--
	合计	**20.63**	**17.64**	-14.49	--
年利用小时数	合面狮水电厂	6,191	4,103	--	-2,088
	巴江口水电厂	6,081	5,269	--	-812
	昭平水电厂	6,175	5,168	--	-1,007
	下福水电厂	5,244	4,475	--	-769
	京南水电厂	5,354	4,185	--	-1,169

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司各水电厂流域全年来水同比偏少，各电厂机组平均利用小时数均同比下降，发电量大幅下降。

售电

公司供电区域主要为贺州市下辖的市、县、区和有关的厂矿等，与广西电网、梧州市及下辖的市、县和广东省的郁南县、罗定市以及湖南周边的江永、江华、永州等县市互为网间电力交换。

公司发电量目前只能满足供电区域内部分供电需求，因此公司保持一定的外购电力，主要从广西电网、湖南电网以及附近的小水电采购。2017 年，公司售电量达到 37.83 亿千瓦时，比上年下降 6.28%，主要系受国家去产能政策影响，公司下游行业的用电负荷结构发生较大变化所致。由于公司发、售电量差较上年增长，外购电量同比大幅增加。

表 4　公司售电情况（单位：亿千瓦时、元/千瓦时）

项目	2016 年	2017 年
总售电量	40.36	37.83
其中：外购电量	20.42	23.25
平均售电价格（含税）	0.4935	0.4690

资料来源：公司提供

购电价格方面，2017 年外购电平均电价为 0.3783 元/千瓦时，较上年外购电平均电价上升 2.55%。

售电价格方面，公司执行的销售电价由具有管理权的物价行政主管部门核定。2017 年公司全年平均售电价格 0.4690 元/千瓦时，同比降低 0.0245 元/千瓦时。

总体看，受国家去产能政策影响，公司下游行业的用电负荷结构发生较大变化，公司总售电量有所下降，平均售电价格小幅下降。同时，外购电量同比大幅增加，发、售电利润大幅减少。

3. 贸易业务

公司全资子公司永盛公司为公司的贸易业务平台，拥有成品油批发特许经营资质，以石化能源产品为主；公司采取自营贸易模式，同时采取快进快出的经营策略以及根据多年的油品行业经营经验控制价格波动风险，成品油下游客户以中石油、中石化、中海油和中化为主；贸易板块资金需求量较大且负债水平较高。

2017 年，永盛公司加大石油化工贸易及煤炭业务规模，石油化工采购量为 178.11 万吨，较上年大幅增长 199.81%；当年煤炭采购量 26.45 万吨，较上年大幅增长 571.27%。石油化工以及煤炭采购均价分别增长 114.97%和 152.20%，主要系相关产品价格随市场行情大幅上涨所致。

表 5　公司贸易各产品采购及销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2017 年					
	采购量	采购均价	销量	销售均价	采销率	价差
石油化工	178.11	4,630.36	174.45	4,741.19	97.95	110.83
煤炭	26.45	493.08	24.39	569.46	92.21	76.38
合计	**204.56**	**4,095.40**	**198.84**	**4,229.48**	**97.20**	**134.08**
产品	**2016 年**					
	采购量	**采购均价**	**销量**	**销售均价**	**采销率**	**价差**
石油化工	89.14	4,027.37	85.59	4,075.24	96.02	47.87
煤炭	4.63	323.97	--	--	--	--
合计	**93.77**	**3,844.51**	**85.59**	**4,075.24**	--	--

资料来源：公司提供

2017 年，公司加强对中石油、中海油的销售力度以及销售量，石油化工销售量大幅增长，同时采销率同比小幅增长 1.93 个百分点，仍保持较高水平；石油化工价差为 110.83 元/吨，较上年增加 62.96 元/吨，主要系油价上涨所致。2017 年公司煤炭销售量为 24.39 万吨，销售均价为 569.46 元/吨。

从贸易收入分地区来看，该板块收入主要来自于华南地区、华东地区和东北地区，占比合计达 95.95%；2017 年公司加大华南地区和华东地区贸易规模，当年营业收入分别较上年同期增长 129.01%和 694.42%，毛利率分别为 2.18%和 2.44%。2017 年永盛公司贸易业务前五名销售客户销售金额合计 41.07 亿元，占贸易销售总额的比重为 48.37%；前五名供应商采购金额合计 34.81 亿元，占贸易采购总额的比重为 41.09%。

销售结算方面，对于大型央企、国企、上市公司，采取先货后款的结算方式；对于二级经销商，采取先款后货的结算方式。

总体看，2017 年，公司扩大石油化工及煤炭贸易业务，销售规模大幅增长，同时保持较高采销率水平。同时，由于成本油价格上涨，公司石油化工产品价差同比大幅增长。公司贸易板块资金需求量较大且负债水平较高。

4. 在建项目

截至 2017 年底，公司重大在建项目（总投在 5 亿元人民币以上）主要为贺州市铝电子产业动力车间项目（2×35 万千瓦燃煤机组）、铁路专用线项目、上程水电站和电力调度中心项目（桂东广场）。其中，铝电子产业动力车间项目主要向贺州市铝电子产业项目供电。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。截至 2018 年 3 月，动力车间项目已停建，暂未收到恢复重建文件。

公司重大在建项目 2018 年计划资本支出合计 8.45 亿元，贺州市铝电子产业动力车间和铁路专用线项目资金来源为募集资金以及自筹，其余项目资金来源为自筹，公司将面临较大的资金支出压力。

表 6　重大在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	截至 2017 年底累计投资金额	截至 2017 年建造进度	2018 年计划投资金额[1]
贺州市铝电子产业动力车间	29.45	21.04	71.00	4.10
铁路专用线项目	5.17	3.90	76.00	0.70
上程水电站	12.67	2.32	50.00	0.58
电力调度中心项目（桂东广场）	6.34	1.58	24.83	3.07
合计	**53.63**	**28.84**	--	**8.45**

资料来源：公司提供

注：以上均为公司总投在 5 亿元人民币以上的重要在建项目。

总体看，目前，公司受停建缓建政策影响，动力车间项目已停建，暂未收到恢复重建文件。在建工程待投资规模较大，公司将面临较大的资金支出。

5. 重大事项

（1）拟非公开发行股票

2017 年 3 月 14 日，公司发布《广西桂东电力股份有限公司非公开发行 A 股股票预案》，拟向不超过十名特定投资者发行股票数量不超过 16,555.50 万股（含 16,555.50 万股），募集不超过 7.60 亿元，募集资金用于江口开关站至天堂变 110 千伏输电线路工程、贺州市铝电子产业项目一期 220 千伏送出线路工程、220 千伏扶隆输变电工程、220 千伏立头输变电工程和偿还银行贷款。扣除发行费用后的募集资金净额将用于投资以下项目，具体项目及拟使用的募集资金金额如下表所示：

表 7　募投项目情况（单位：万元、%）

序号	项目名称	总投资金额	拟使用募集资金金额
1	江口开关站至天堂变 110 千伏输电线路工程	11,748.24	5,100.00

[1] 动力车间项目 2018 年计划投资金额为若恢复重建后投资金额

2	贺州市铝电子产业项目一期 220 千伏送出线路工程	25,022.07	21,200.00
3	220 千伏扶隆输变电工程	18,859.53	14,500.00
4	220 千伏立头输变电工程	14,544.22	14,000.00
5	偿还银行贷款	21,200.00	21,200.00
合计		**91,374.06**	**76,000.00**

资料来源：公司提供

本次非公开发行不会导致公司控制权发生变化。本次发行股票的数量不超过 16,555.50 万股，按发行上限测算，本次非公开发行完成后，正润集团仍持有公司不低于 41.69%的股份，仍为公司的控股股东，贺州国资委仍为本公司实际控制人，本次发行不会导致公司控制权发生变化。

2017 年 8 月 8 日，公司收到广西壮族自治区国有资产监督管理委员会《关于广西桂东电力股份有限公司非公开发行股票有关问题的批复》（桂国资复〔2017〕86 号），同意公司采用非公开发行方式向不超过 10 名投资者发行不超过 16,555.50 万股 A 股股票，募集资金不超过 7.6 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司尚未获得中国证监会核准批复。

（2）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事项

2018 年 3 月 28 日，桂东电力发布《广西桂东电力股份有限公司重大事项公告》称，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广西正润发展集团有限公司为合作平台，共同推进双方在能源、铝业等产业的深度合作。协议主要内容包括：1、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。同时将优质资产与正润集团旗下相关业态进行整合。重组完成后广西投资集团为正润集团绝对控股股东，间接持有桂东电力部分股权。2、划转后正润集团作为双方合作平台，按照法人治理、市场化运作，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；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；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。双方共同推动连接局域网，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，提升局域电网、电力企业的盈利能力。截至 2018 年 5 月底，尚未有具体相关进展，仍存在一定的不确定性。

总体看，公司拟非公开发行股票筹集项目建设资金并偿还银行贷款，对于公司的债务结构有着一定积极影响，但尚未获得证监会核准批复，仍存在一定的不确定性。若广西贺州市人民政府与广西投资集团有限公司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，但尚未有具体相关进展，仍存在一定的不确定性。

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且小幅下降，带动公司整体盈利水平大幅下降，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，发电能力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

未来，公司重点以发供电为主，成品油业务、智能电网与能源互联网业务协同发展；积极争取开拓增量配售电业务；努力打造新型建筑新材料业务，使之成为公司新的业务和利润增长点。在电源电网发展方面：一是积极寻找优质水电项目；二是做好在建项目相关工作；三是通过收购、重组、共同建设等方式拓展公司电网覆盖范围；四是加大硬件方面投入，提高装备自动化程度和电网安全稳定运行水平；能源贸易发展方面。充分发挥永盛公司成品油特许经营牌照资质，稳妥开展石化贸易业务，并在省内（外）建设自有、合资加油加气站及石化仓储项目，建立自主品牌和加盟加油站，构建稳定的终端销售网络；配售电业务发展方面。主动参与市场竞争交易，积极参与当地和周边增量配网业务，拓展广东、陕西等外省（市）的配售电市场，不断拓展电力业务；积极支持参股的超超新材、闽商石业等开展业务，努力打造新型建筑新材料业务，使之成为公司新的业务和利润增长点；加快推进信息化建设，满足未来智能电网、能源+互联网等发展要求。

总体看，公司将积极开拓新能源业务，合理布局未来产业结构，一定程度降低公司的经营风险。

六、财务分析

公司提供的 2017 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，并出具了带强调事项段无保留意见审计报告。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。其中，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。

从合并范围来看，2017 年公司合并范围内包括 17 家子公司，与上年相比增加子公司 3 家，减少 1 家；其中收购四川省西点电力设计有限公司（以下简称“西点电力设计公司”）、德庆县悦城星海油站有限公司共 2 家子公司，新设河南桂东电力有限公司。新纳入公司合并范围的资产规模、利润规模较小，因此对公司财务数据的可比性影响较小，同时公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 127.54 亿元，负债合计 102.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 25.20 亿元，归属于母公司的所有者权益 20.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 102.45 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 137.52 亿元，负债合计 114.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 23.49 亿元，归属于母公司的所有者权益 18.64 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.27 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.70 亿元，归属于母公司所有者的净利润-0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.80 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.95 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年末，公司资产合计 127.54 亿元，较年初增长 15.90%，主要系流动资产增长所致。其中，公司流动资产占 30.94%，非流动资产占 69.06%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产为 39.47 亿元，较年初增长 34.15%，主要系预付账款以及存货增长所致。流动资产主要由货币资金（占 42.58%）、预付账款（占 13.80%）、其他应收款（占 9.96%）和存货（占 19.80%）构成。

截至 2017 年末，公司货币资金为 16.80 亿元，较年初增长 1.16%。其中，公司货币资金主要由银行存款（占 91.82%）构成。截至 2017 年末，公司预付账款为 5.44 亿元，较年初增长 237.42%，主要系永盛公司预付款增加及合并范围变动所致。

截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 1.70 亿元，较年初下降 20.42%，主要系公司加强回款控制力度所致。截至 2017 年末，公司累计计提应收账款坏账准备 0.39 亿元，计提比例为 18.79%。截至 2017 年末，公司应收账款前五名客户余额总计 0.33 亿元，占比为 15.85%，集中度较低。

截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 3.93 亿元，较年初增长 87.89%，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。截至 2017 年末，公司累计计提其他应收款坏账准备 4.05 亿元，其中，柳州正菱重型数控机床有限公司、广西南宁台协干商贸有限公司和广州生源能源发展有限公司等 13 家公司，合计 3.30 亿元的应收账款回收风险大，已全额计提；沧州建投现代物流有限公司的 0.36 亿元的应收账款回收风险大，已计提 50%的坏账准备。按信用风险特征组合计提坏账准备 0.57 亿元，计提比例 13.09%；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%），账龄时间一般。从集中度来看，截至 2017 年末，公司其他应收账款前五名客户期末余额总计 4.68 亿元，占比为 58.64%，集中度较高。截至 2017 年末，公司存货账面价值 7.81 亿元，较年初增长 66.35%，主要系全资子公司永盛公司、广西天祥投资有限公司存货增加所致。其中，公司存货主要由库存商品（占 34.56%）、开发成本（占 29.12%）和发出商品（占 22.28%）。截至 2017 年末，公司对存货计提跌价准备 0.04 亿元，计提比例为 0.48%，考虑到石油化工产品价格波动较大，公司存在一定的跌价风险。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产总计 88.07 亿元，较年初增长 9.24%，主要系在建工程增长所致。非流动资产主要由可供出售金融资产（占 14.42%）、长期股权投资（占 6.71%）、固定资产（占 32.94%）和在建工程（占 37.22%）构成。

截至 2017 年末，公司可供出售金融资产为 12.70 亿元，较年初下降 43.00%，主要系出售国海证券股份有限公司（以下简称“国海证券”）5,000 万股股票所致。其中，公司可供出售金融资产主要由按公允价值计量的金融资产（占 82.58%）构成；以公允价值计量的金融资产以公司持有国海证券股票为主。截至 2017 年末，公司合并持有国海证券股票数量为 213,953,337 股（含永盛公司持有部分），占国海证券总股本 5.075%，为无限售条件的流通股。

截至 2017 年末，公司长期股权投资 5.91 亿元，较年初下降 14.81%，主要系贺州旅实股权转让以及权益法下确认的投资收益亏损所致。

截至 2017 年末，公司固定资产账面价值为 29.01 亿元，较年初下降 1.11%。其中，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 41.02%）、机器设备（占 14.73%）和输变电设备（占 41.25%）。截至 2017 年末，公司固定资产成新率为 56.15%，成新率一般。

截至 2017 年末，公司在建工程账面价值为 32.78 亿元，较年初增长 108.58%，主要系动力车间

建设项目投入增加所致。

截至 2017 年末，公司受限资产 7.22 亿元，占当期资产规模的 5.66%，受限资产占比低。

表 8　截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：元）

资产名称	金额	受限原因
货币资金	1.09	票据保证金
固定资产	6.06	抵押
无形资产	0.06	抵押
合计	**7.22**	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 137.52 亿元，较年初增长 7.83%。公司流动资产合计 48.77 亿元，较年初增长 23.58%，主要系公司应收账款增长；公司非流动资产合计 88.75 亿元，较年初增长 0.77%；公司流动资产占 35.46%，较年初上升 4.52 个百分点。

总体看，2017 年，公司资产规模较年初大幅增加，资产构成仍以非流动资产为主。以公允价值计量的金融资产中国海证券流通股规模较大，国海证券股票价格波动将对公司资产产生一定影响。受限资产比例较低，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

截至 2017 年末，公司负债合计 102.34 亿元，较年初增长 28.62%，主要系流动负债增加所致。其中，公司流动负债占 50.14%，非流动负债占 49.86%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2017 年末，公司流动负债合计 51.31 亿元，较年初增长 127.37%，主要系短期借款增加所致。流动负债主要由短期借款（占 61.47%）、应付票据（占 11.22%）、预收款项（占 5.37%）、其他应付款（占 5.78%）和一年内到期的非流动负债（占 9.61%）构成。

截至 2017 年末，公司短期借款余额为 31.54 亿元，较年初增长 144.90%，主要系公司贸易规模大幅增长，带动融资需求增长所致。截至 2017 年末，公司应付票据为 5.76 亿元，较年初大幅增长 92.56%，主要系贸易收入大幅增长所致。截至 2017 年末，公司预收款项 2.75 亿元，较年初增长 347.59%，主要系永盛公司及西点电力设计公司预收款增加所致。截至 2017 年末，公司其他应付款 2.97 亿元，较年初增长 178.93%，主要系公司单位往来款增加所致。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 4.93 亿元，较年初大幅增长 105.37%，主要系 1 年内到期的应付债券增长所致。

截至 2017 年末，公司的非流动负债为 51.03 亿元，较年初下降 10.48%。非流动负债主要由长期借款（占 27.05%）和应付债券（占 67.86%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款为 13.80 亿元，较年初下降 16.47%，主要系 2018 年到期的长期借款较多，已转入一年内到期非流动负债科目所致。其中，质押借款占 60.57%，抵押借款占 2.76%，保证借款占 2.30%，信用借款占 34.37%。从长期借款期限结构来看，公司于 2018 年和 2019 年到期的长期借款余额超过 60%，公司存在一定的集中偿付压力。

截至 2017 年末，公司应付债券为 34.63 亿元，较年初下降 7.12%，主要系部分应付债券转至一年内到期的应付债券所致。其中，公司应付债券共 5 项；从应付债券期限结构来看，公司于 2019 年、2021 年的应该偿还的债券本金分别为 14.78 亿元、20 亿元。

表 9　截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	简称	发行日期	到期日期	余额	票面利率
广西桂东电力股份有限公司 2011 年公司债券（第一期）	11 桂东 01	2012-04-16	2019-04-16	6.00	6.3
广西桂东电力股份有限公司 2011 年公司债券（第二期）	11 桂东 02	2012-06-20	2019-06-20	2.28	5.3
2016 年第一期非公开定向融资工具募集款	16 桂东电力 PPN001	2016-02-04	2019-02-05	6.50	5.5
2016 年第一期非公开发行公司债券	16 桂东 01	2016-02-04	2021-02-04	10.00	6.3
2016 年第二期非公开发行公司债券	16 桂东 02	2016-02-29	2021-03-01	10.00	5.7

资料来源：公司年报

截至 2017 年末，公司全部债务为 90.66 亿元，较年初增长 25.78%，主要系公司短期债务增加所致。其中，公司短期债务占 46.58%，较年初增长 21.23 个百分点；公司全部债务以长期债务为主（占 53.42%）。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 80.24%、78.25%和 65.78%，较年初分别上升 7.94、7.97 和 1.94 个百分点，公司债务负担重。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 114.03 亿元，较年初增长 11.43%，主要系公司流动负债大幅增加所致；其中，流动负债占比 71.80%，较年初提高 21.66 个百分点，公司负债结构以流动负债为主。全部债务为 90.69 亿元，较年初增长 0.04%，公司全部债务以短期债务为主（占 75.61%）。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 82.92%、79.43%和 48.50%，较年初分别上升 2.68、1.18 和下降 17.28 个百分点，债务负担较重。

截至 2017 年末，公司所有者权益为 25.20 亿元，较年初下降 17.32%。归属于母公司的所有者权益 20.39 亿元，其中，股本占 40.61%，资本公积占 13.44%，未分配利润占 9.67%，盈余公积占 8.11%，其他综合收益占 28.17%，所有者权益稳定性较弱。截至 2017 年末，公司其他综合收益期末余额为 5.74 亿元，较年初下降 51.97%，主要系国海证券股权公允价值变动所致。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 23.49 亿元，较年初下降 6.77%，主要系其他综合收益减少所致。归属于母公司的所有者权益中，股本占 44.40%，资本公积占 14.70%，未分配利润占 6.60%，盈余公积占 8.87%，其他综合收益占 25.44%，权益结构较年初变化不大。

总体看，公司贸易规模大幅增长，带动负债规模及债务规模大幅增长，公司整体债务负担上升；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

2017 年，公司贸易规模大幅增长，实现营业收入 102.45 亿元，同比增长 96.54%。同时，营业成本 96.26 亿元，同比增长 110.04%。同期，公司实现净利润 0.92 亿元，同比下降 60.88%，主要系由于自发电量大幅减少，成本较高的外购电量同比增加，发、售电利润减少所致。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用为 6.14 亿元，较上年增长 21.14%，主要系销售费用增长所致。从期间费用的构成来，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 18.82%、20.68%和 60.50%。其中，由于公司扩大贸易规模，公司销售费用较上年增长 141.96%至 1.21 亿元，主要系永盛公司销售规模扩大，销售费用增加所致；公司降低管理费用开支，公司管理费用较上年下降 4.49%至 1.64 亿元；公司债务规模增长，导致财务费用较上年增长 15.41%至 3.29 亿元。2017 年，公司费用收入比为 5.99%，较上年下降 3.73 个百分点，主要系贸易收入大幅提高所致，公司的费用控制能力仍有待提升。

2017 年，公司实现投资收益 1.88 亿元，较年初增长 238.56%，主要系公司减持国海证券股票所

致，公司投资收益占营业利润的 156.93%，主营业务亏损，公司营业利润全部来自于出售股票带来的投资收益，该部分收益可持续性较差。2017 年，公司实现营业外收入为 0.14 亿元，营业外收入主要为违约金滞纳金收入，占利润总额的 10.77%，对利润总额影响较小。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 5.77%，较上年下降 5.72 个百分点。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.88%、3.85%和 3.32%，较上年分别下降 1.88 个百分点、1.82 个百分点和 4.44 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.27 亿元，同比增长 97.18%，主要系永盛公司贸易规模扩大所致；受水电厂流域来水比上年同期偏少以及成本较高的外购电量增加影响，实现净利润-0.70 亿元，其中归属于母公司的净利润-0.75 亿元。

总体看，公司贸易业务规模扩大带动营业收入规模大幅增长，但公司主营业务盈利能力大幅下降，2017 年公司营业利润全部来自于投资收益。公司整体盈利水平较弱。

4. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司售电量以及贸易规模扩大，公司经营活动现金流入量为 121.96 亿元，同比增长 95.79%；同期，公司经营活动现金流出量为 119.68 亿元，同比增长 99.44%。受上述因素影响，公司经营活动现金净流入 2.27 亿元，同比下降 0.18%。从现金收入质量来看，公司现金收入比为 118.20%，较上年提高 3.96 个百分点，公司的收入实现质量较高。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入量为 7.23 亿元，同比增长 80.98%，主要系公司减持国海证券股票及转让贺州旅实股权所致。同期，公司投资活动现金流出量为 20.76 亿元，同比增长 8.59%，主要系在建项目投入增加所致。受上述因素影响，公司投资活动现金净流出 13.53 亿元，较上年净流出量减少 1.59 亿元。

筹资活动方面，2017 年，筹资活动现金流入为 34.31 亿元，同比下降 32.36%，主要系 2016 年公司非公开发行债券和非公开定向工具募集资金较多所致；筹资活动现金流出量为 23.35 亿元，同比下降 27.36%，主要偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，公司筹资活动现金净流入 10.96 亿元，较上年净流入量减少 7.62 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流出 3.80 亿元；投资活动产生的现金流净流出 2.34 亿元；公司筹资活动产生的现金净流入 5.19 亿元。

总体看，2017 年，经营现金流量净额较为稳定，公司的收入实现质量较高；投资活动现金流仍呈净流出状态但同比减少，但经营活动产生的净现金流仍无法满足公司投资需求。考虑到公司债务负担重，且短期债务占比较高，公司融资压力加大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 0.77 倍（年初为 1.30 倍）和 0.62 倍（年初为 1.10 倍），主要系公司贸易规模扩大，融资需求大幅增长，带动短期借款大幅增长所致；现金短期债务比为 0.44 倍（年初为 0.98 倍），现金对短期债务的保障程度下降。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，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.30 亿元，较上年下降 14.99%，主要系利润总额减少所致；从 EBITDA 的构成来看，折旧占 25.56%、利润总额占 20.02%、计入财务费用的利息支出占 52.60%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.55 倍（年初为 2.37 倍）和 0.07 倍（年初为 0.10 倍），EBITDA 对利息的保障能力一般，对全部债务保护能力较弱。

截至 2017 年末，公司获得银行授信总额 71.11 亿元，已使用授信额度 55.64 亿元，未使用 15.47 亿元，间接融资渠道较畅通；公司为上市公司，直接融资渠道便利。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10451102000009108），截至 2018 年 4 月 2 日，无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年末，公司无合并范围外的对外担保余额。

截至 2017 年末，公司主要诉讼如下表所示，涉案金额合计 0.34 亿元，公司已针对此计提了坏账准备，如债权不能收回，将对公司造成损失。

表 10　截至 2017 年末公司重大诉讼情况（单位：万元）

序号	涉案时间	起诉/被诉	标的金额	基本情况
1	2018.03.08	起诉	1,114	永盛公司就与中海油广西能源有限公司买卖合同纠纷一案向法院起诉，南宁市西乡塘区人民法院正式受理本案，目前尚未开庭审理。
2	2014.02.25	起诉、上诉	1,008	永盛公司就与广州市中油润澳石化有限公司、正海控股集团有限公司、俞西林、广州保税区诚欣宏国际贸易有限公司、广州正海物业管理有限公司买卖合同纠纷一案向法院起诉，经钦州市中级人民法院审查后作出终审裁定，驳回永盛公司上诉，维持原裁定。
3	2015.07.24	起诉	1,263	永盛公司就与广西铁投冠信贸易有限公司合同纠纷一案向法院起诉，经钦州市中级人民法院二审审理后判决，撤销一审判决，驳回永盛公司的诉讼请求。

资料来源：公司年报

总体看，公司贸易规模扩大，短期融资需求大幅增长，带动整体债务规模的增长，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 2017 年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 18.62 亿元，为“11 桂东 01”和“11 桂东 02”本金合计（8.28 亿元）的 2.25 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 25.20 亿元，约为债券本金合计（8.28 亿元）的 3.04 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“11 桂东 01”和“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，2017 年，公司 EBITDA 为 6.30 亿元，约为债券本金合计（8.28 亿元）的 0.76 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 121.96 亿元，约为债券本金合计（8.28 亿元）的 14.73 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

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 01”和“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。同时，联合评级也关注到公司电力业务易受天气影响、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，公司将继续保持“厂网合一”对区域电力供应的竞争优势，随着公司在建项目的竣工，公司电力装机容量将进一步增长，电力输送能力将进一步提升，公司盈利能力将有望提升。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“11 桂东 01”和“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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	110.05	127.54	137.52
所有者权益（亿元）	30.48	25.20	23.49
短期债务（亿元）	18.27	42.23	68.57
长期债务（亿元）	53.81	48.43	22.12
全部债务（亿元）	72.07	90.66	90.69
营业收入（亿元）	52.13	102.45	34.27
净利润（亿元）	2.36	0.92	-0.70
EBITDA（亿元）	7.42	6.30	--
经营性净现金流（亿元）	2.28	2.27	-3.80
应收账款周转次数(次)	23.41	45.09	--
存货周转次数（次）	13.44	15.35	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.86	0.26
现金收入比率（%）	114.24	118.20	95.19
总资本收益率（%）	5.76	3.88	--
总资产报酬率（%）	5.68	3.85	--
净资产收益率（%）	7.75	3.32	-2.88
营业利润率（%）	11.49	5.77	3.16
费用收入比（%）	9.72	5.99	4.98
资产负债率（%）	72.30	80.24	82.92
全部债务资本化比率（%）	70.28	78.25	79.43
长期债务资本化比率（%）	63.84	65.78	48.50
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	1.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.07	--
流动比率（倍）	1.30	0.77	0.60
速动比率（倍）	1.10	0.62	0.47
现金短期债务比（倍）	0.98	0.44	0.25
经营现金流动负债比率（%）	10.09	4.43	-4.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.90	0.76	--

注：公司 2018 年 1~3 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

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。