信用等级公告

联合〔2020〕1863 号

联合资信评估有限公司通过对广东省电力开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省电力开发有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广东省电力开发有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东省电力开发有限公司	AA	稳定	AA	稳定
广东省能源集团有限公司	AAA$_{gp}$	稳定	AAA$_{gp}$	稳定
19粤电开GN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20粤电开GN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19粤电开GN001	2.00亿元	2.00亿元	2022-10-22
20粤电开GN001	3.00亿元	3.00亿元	2023-04-30

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月28日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
电力企业信用评级方法	V3.0.201907
电力企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	5
			现金流量	5
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
股东实力强，支持力度大				+1

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1~F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

广东省电力开发有限公司（以下简称“公司”）为广东省能源集团有限公司（以下简称“广东能源集团”）旗下光伏发电业务运营主体。跟踪期内，公司电力业务持续扩张，光伏装机容量及发电量的快速增长带动收入增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到光伏行业补贴退坡以及南方电网不再提前垫付国家电价补贴款的政策调整、非经常损益对利润水平影响大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着光伏电站逐步实现并网并取得电费收入，公司光伏业务经营实力和盈利水平均有望进一步提升。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量及EBITDA对存续期内债券保障程度尚可。同时，广东能源集团对公司已发行“19粤电开GN001”和“20粤电开GN001”提供无条件不可撤销连带责任保证担保。广东能源集团担保实力极强，其担保有效增强存续期内债券本息兑付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19粤电开GN001”和“20粤电开GN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **发展环境良好。**政策鼓励发展光伏等清洁能源发电项目，公司发展外部环境良好。
2. **股东支持力度大。**公司股东广东能源集团为广东省实力最强、规模最大的发电企业，股东实力强；同时，公司定位为广东能源集团旗下光伏发电业务运营主体，股东持续增资公司光伏项目建设，支持力度大。此外，广东能源集团为公司存续债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提高存续债券本息兑付安全性。

分析师：黄 露　李 晨
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010－85679696
传真：010－85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **公司债务负担轻，债务结构与经营业务相匹配。**截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 23.61 亿元，长期债务占 95.72%；同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.72%、38.58%和 37.56%。

关注

1. **补贴政策调整影响公司现金收入质量。**公司补贴名录中电站规模较小，南方电网停止垫付电价补贴款后，公司应收账款快速增长，截至 2019 年底为 3.34 亿元，存在一定资金占用；2019 年，公司现金收入比同比下降 27.74 个百分点。
2. **公司在建电站规模较大，投资压力大。**截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目合计装机容量 581.44MW，预计总投资 33.97 亿元，已完成投资 0.17 亿元。
3. **非经常损益对公司利润水平影响大。**受资产减值损失（1.35 亿元）和投资损失（2.38 亿元）较大影响，公司 2019 年出现亏损，利润总额-1.71 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	7.85	8.34	8.43	7.82
资产总额（亿元）	49.54	62.33	68.86	70.54
所有者权益（亿元）	33.50	39.14	37.13	37.58
短期债务（亿元）)	0.25	0.57	1.00	1.01
长期债务（亿元）	9.32	15.08	21.71	22.60
全部债务（亿元）	9.57	15.65	22.71	23.61
营业收入（亿元）	3.96	5.35	7.04	1.56
利润总额（亿元）	1.53	1.46	-1.71	0.48
EBITDA（亿元）	3.10	3.55	1.18	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	1.67	2.35	0.80
营业利润率（%）	33.13	40.09	45.52	40.08
净资产收益率（%）	4.42	3.59	-3.91	--
资产负债率（%）	32.37	37.21	46.07	46.72
全部债务资本化比率（%）	22.22	28.57	37.95	38.58
流动比率（%）	319.00	216.39	183.54	173.21
经营现金流动负债比（%）	74.89	37.25	34.61	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.09	4.40	19.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	10.34	6.23	1.25	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	29.01	32.52	32.24	32.21
所有者权益（亿元）	28.08	31.62	29.46	29.43
全部债务（亿元）	0.00	0.00	2.00	2.00
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.48	-0.09	-1.77	-0.04
资产负债率（%）	3.20	2.77	8.60	8.64
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	6.36	6.36
流动比率（%）	*	*	*	*
经营现金流动负债比（%）	*	*	*	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；合并口径数据将长期应付款中的有息债务调整至长期债务测算；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；*由于流动负债规模小，相关比率指标数据过大或者过小，无意义

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 粤电开 GN001	AAA	AA	稳定	2019.08.26	黄露、李晨	电力企业信用评级方法/评级模型（V3.0.201907）	阅读报告
20 粤电开 GN001	AAA	AA	稳定	2020/04/07	黄露、李晨	电力企业信用评级方法/评级模型（V3.0.201907）	阅读报告

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东省电力开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、联合资信控股股东联合信用管理公司的控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了企业主体绿色认证服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

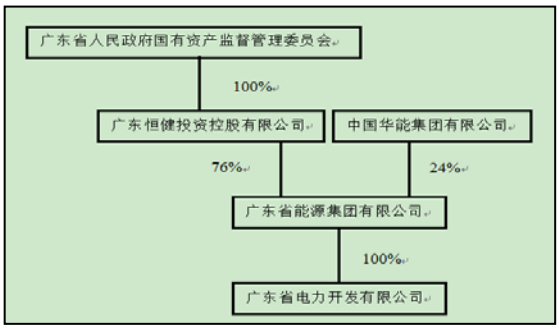
广东省电力开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省电力开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

广东省电力开发有限公司（以下简称“公司”）前身为广东省电力开发公司，成立于 1987 年 12 月，隶属原广东省电力工业局。2001 年因广东省电力体制“厂网分家”改革划归广东省能源集团有限公司（以下简称“广东能源集团”，原名为广东省粤电集团有限公司），成为广东能源集团重要的股权投资管理平台，投资领域包括物业、航运业以及传统发电业务等。2010 年起，公司逐步涉足光伏发电行业，装机规模实现跨越式增长，产业布局遍布珠三角、粤西、粤北区域，公司由股权投资管理平台转变为以光伏发电为主的集投资、开发、建设、运营于一体的新能源产业专业化平台。2014 年，公司由全民所有制变更为有限责任公司；先后历经多次增资，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 28.07 亿元，广东能源集团持有公司 100%股权，为公司实际控制人；广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）持有广东能源集团 76%股权，为公司最终控制人。

公司主营业务为光伏发电以及配套广东能源集团电煤需求的运输业务。

跟踪期内，公司组织结构小幅调整，截至 2020 年 3 月底，公司本部内设综合部、财务部、生产技术管理部、资源开发部、计划经营部、纪检部、工程管理部和党群人资部 8 个职能部门。同期，公司已成立光伏发电企业 11 个，其中，全资子公司 7 家，控股子公司 4 家，项目总装机容量 758.42MW，已并网装机容量 758.21MW。子公司中，广州开发区粤电新能源有限公司和广东粤电茂名新能源有限公司作为区域公司管理，其余项目公司根据各自所处区域将业务托管至区域公司。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 68.86 亿元，所有者权益合计为 31.72 亿元（含少数股东权益 2.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 7.04 亿元，利润总额-1.71 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 70.54 亿元，所有者权益合计为 37.58 亿元（含少数股东权益 2.49 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.56 亿元，利润总额 0.48 亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区天河东路 2 号粤电广场 29 楼；法定代表人：杨柏。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2019 年 10 月 22 日发行了 2.00 亿元的“19 粤电开 GN001”，期限为 3 年，募集资金计划用于绿色项目建设、补充绿色项目配套流动资金以及偿还绿色项目贷。截至 2020 年 4 月底，募集资金全部使用完毕，其中 1.60 亿元用于广东粤电茂名镇盛农光互补

项目，0.40 亿元用于广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目。

公司于 2020 年 4 月 30 日发行了 3.00 亿元的“20 粤电开 GN001”，期限为 3 年，募集资金计划用于广东粤电织篢农场（三期）光伏复合项目建设。截至 2020 年 6 月 10 日，募集资金尚未使用。

“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”均未到首个付息日。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19 粤电开 GN001	2.00 亿元	2.00 亿元	2019-10-22	2022-10-22
20 粤电开 GN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2020-04-30	2023-04-30

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度我国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高

0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆

周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、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、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来

一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，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，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

公司主营业务为光伏发电，故本部分将将以光伏行业分析为主。

1. 行业概况

2019 年，中国光伏行业快速发展，全产业链均实现同比快速增长。行业内技术水平提升、电站建设及运维成本下行等因素均有助于推动实现平价上网。2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，光伏产业市场需求下降，国际贸易及市场拓展趋缓。但在疫情逐步控制、光伏发电成本下降以及新兴市场恢复活力等利好因素影响下，2020 年光伏市场仍有望保持增长。

光伏发电在很多国家已成为清洁、低碳、同时具有价格优势的能源形式。不仅在欧美日等发达地区，在中东、南美等地区国家也快速兴起。根据中国光伏协会统计，2019 年，全球光伏新增装机市场约 120GW，创历史新高。2020 年，受新冠疫情全球化蔓延影响，全球光伏产业市场需求均有所下降，国际贸易及市场拓展趋缓，预计二季度影响会更明显。但随着各国疫情防控取得良好进展，光伏市场将恢复活力，在光伏发电成本持续下降和新兴市场拉动等有利因素的推动下，2020 年全球光伏市场仍有望保持增长。

光伏产业涉及上游晶硅、硅片生产，中游电池片和组件生产以及下游光伏电站建设及运营。多晶硅方面，2019 年，全国多晶硅产量达 34.2 万吨，同比增长 32.0%；截至 2019 年底，国内年产量在万吨以上的企业共 6 家，2019 年产量合计约 28.7 万吨，占总产量的 83.9%。硅片方面，2019 年全国硅片产量约 134.6GW，同比增长 25.7%；截至 2019 年底，产量超 2GW 的企业共 9 家，2019 年产量合计约占总产量的 85.5%，全球前十大生产企业均位居中国大陆，且头部企业产能仍呈现加速扩张趋势，预计 2020 年全国硅片产量将达到 145GW。

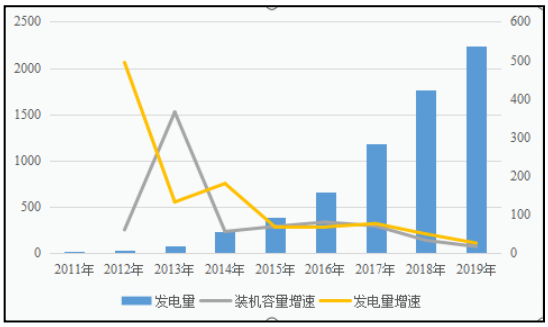
晶硅电池片方面，2019 年，全国电池片产量约 108.6GW，同比增长 27.8%。截至 2019 年底，电池片产量超过 2GW 的企业共 20 家，2019 年产量合计约占总产量的 77.7%，集中度进一步提高。组件方面，2019 年，全国组件产量达到 98.6GW，同比增长 17.0%，以晶硅组件为主。截至 2019 年底，组件产量超过 2GW 的企业共 13 家，2019 年产量合计约占总产量的 65.6%，集中度进一步提高。

光伏电站方面，2019 年，全国新增光伏并网装机容量 30.1GW，同比下降 32%，主要由于新政影响下光伏电站建设进度有所延迟。2019 年，针对需要国家补贴的项目采取竞争配置方式确定市场规模，但因政策出台时间较晚，项目建设时间不足，导致很多项目年底前无法并网；叠加补贴拖欠导致民营企业投资积

极性下降等因素，截至 2019 年底竞价项目实际并网量只有目标规模的三分之一；2020 年，在未建成的 2019 年竞价项目、特高压项目以及新增竞价项目、平价项目等拉动下，预计国内新增光伏市场将恢复性增长。截至 2019 年底，中国累计光伏并网装机容量超过 204GW；2019 年，并网太阳能发电利用小时 1285 小时，同比提高 55 小时，实现发电量 2238 亿千瓦时，同比增长 26.5%，约占全国总发电量的 3.06%。截至 2020 年 3 月底，中国累计光伏并网装机容量 210GW。2020 年一季度，主要电源类型发电利用小时数均同比下降，仅光伏发电利用小时数同比小幅增长至 289 小时，带动发电量同比提升。

图2　中国光伏发电量、发电量及装机容量增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

伴随上中游生产环节技术提升、优质产能释放，组件、逆变器等关键设备成本逐步下降；同时，政策推动光伏电站平价上网，在土地、并网等前期开发费用方面也有一定政策支持；受此影响，电站建设及运维成本有所下降。2019 年，我国地面光伏系统的初始全投资成本约 4.55 元/W，较 2018 年下降 0.37 元/W，运维成本 0.046 元/W/年；我国工商业分布式光伏系统初始投资成本为 3.84 元/W，运维成本 0.055 元/W/年；未来仍有一定下降空间。

2. 行业关注及政策调整

伴随电站开发成本的下降以及补贴退坡的逐步推进，光伏上网电价逐年下调。同时，受益于资源管控及输配电优化建设，弃光限电问题得以改善。

（1） 光伏电价调整

2019年4月30日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（发改价格〔2019〕761号），表示将采用市场化竞价制度下的指导价。综合考虑技术进步等多方面因素，自2019年7月1日起，将纳入国家财政补贴范围的I~III类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时0.40元、0.45元和0.55元。本次出台的三类资源区指导价即市场化竞价的上限，竞价项目按修正后电价由低到高全国排序、直至出清。此外，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.10元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行；采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时0.18元；光伏扶贫电站依然未受到政策变动和电价退坡的波及，I~III类资源区上网电价仍分别按照每千瓦时0.65元、0.75元、0.85元执行。

（2） 可再生能源补贴退坡

中国促进可再生能源产业发展主要是采取“标杆电价+财政补贴”的方式，补贴资金来源于可再生能源电价附加，但是随着装机规模的不断增长，补贴资金缺口持续扩大，补贴实际回款周期也较大程度影响电力企业现金流水平。

2019 年 1 月，国家发展改革委和国家能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，明确提出了在具备条件的地区推进风电、光伏发电无补贴平价上网的有关要求和支持政策措施。此外，对于需要国家补贴的光伏发电项目，除国家政策特殊支持的项目外，原则上均应采取市场化竞争方式确定建设项目和补贴标准。2020 年 3 月 5 日，国家能源局发布《关于 2020 年风电、

光伏发电项目建设有关事项的通知》，明确提出 2020 年度新建光伏发电项目补贴预算总额度为 15 亿元。其中，5 亿元用于户用光伏；补贴竞价项目（含集中式光伏电闸和工商业分布式光伏项目）按 10 亿元补贴总额组织项目建设。2020 年 3 月 12 日，财政部办公厅发布《关于开展可再生能源发电补贴项目清单审核有关工作的通知》，提出国家不再发布可再生能源电价附加补助目录，而由电网企业确定并定期公布符合条件的可再生能源发电补贴项目清单。前七批补贴名录中的发电项目，由电网企业审核后，直接纳入补贴清单；其他符合要求的存量项目将分批纳入补贴清单，其中首批清单涉及 2019 年 12 月底完成全部机组并网的风电项目、2017 年 7 月底完成全部机组并网的光伏发电项目（光伏“领跑者”基地项目和 2019 年光伏竞价项目并网时间可延长至 2019 年 12 月底）以及 2018 年 1 月底完成全部机组并网的生物质发电项目。相较于前期补贴名录，补贴清单审核发布周期有望加快，补贴清单公布后，可逐步实收补贴回款的电站规模将大幅增加。

国家财政部、国家发展改革委和国家能源局于 2020 年 1 月 20 日发布《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》财建〔2020〕4 号，提出 2021 年 1 月 1 日起将全面推行配额制下的绿色电力证书交易（以下简称“绿证”），同时研究将燃煤发电企业优先发电权、优先保障企业煤炭进口等与绿证挂钩，持续扩大绿证市场交易规模，并通过多种市场化方式推广绿证交易。企业通过绿证交易获得收入相应替代财政补贴，有望缓解应收补贴款的资金占用问题。

（3）限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚未完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行。2019年，全国全年弃光电量46亿千瓦时，同比减少8.9亿千瓦时，平均弃光率2.0%，同比下降1个百分点；弃光主要集中在西藏、新疆和青海，弃光率分别为24.1%、7.4%和7.2%，同比分别下降19.5个百分点、8.2个百分点和增长2.5个百分点，其中青海受新能源装机大幅增加、负荷下降等因素影响，弃光率有所提高。受益于整体限电率的好转，国家能源局披露的《2019年度光伏发电市场环境监测评价结果》中仅西藏为红色预警区域。

3. 行业展望

根据中电联发布的《2019－2020年度全国电力供需形势分析预测报告》和《2020年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，全国电力供需仍将保持总体平衡，非化石能源发电占比逐步提升，国内需求对电力消费的拉动将逐步显现，预计二季度全社会用电量增速有望回升9个百分点，全年全社会用电量将保持同比小幅增长。未来电力行业建设将主要围绕以下四方面展开：

（1）**提升电力高质量可持续保供能力。**包括发挥市场对资源配置的决定性作用，更多以市场方式降低社会总体用能成本；利用国内国际两个市场稳定电煤供应，平抑电煤价格，逐步由单一电价向两部制电价过渡，推动煤电板块稳步转型；控制补贴退坡的节奏和速度，确保风电、光伏等产业链平稳运行发展，合理引导新能源产业健康发展。

（2）**提高电力资源配置效率。**包括推进建设发展分布式与集中式的清洁能源供能方式，充分发挥电力在能源转型中的中心作用和电网的枢纽作用，通过智能化电力设备及调节手段实现“源、网、荷、储”的整体优化，进一步提高能源资源的配置能力；提高电力系统调节能力，破解风电、光伏等新能源大规模并网及电力输送问题，保障新能源消纳。

（3）**促进电力高效利用。**包括在需求侧领域合理实施电能替代，不断创新替代方式和内容，进一步扩大电能替代范围和实施规模，扩大电力消费市场；加强电力需求侧管理，实施需求响应和精益化的有序用电，不断提高电力占终端能源消费比重，全力推进电气化进程；加大转供电环节的清理整顿，在降低企业用电成本以提升企业经营效益、提振实体经济的政策环境下，引导和帮助电力用户更好享受政策红利，提升用电效率。

（4）**全球性新冠肺炎疫情影响下，保障电力基建供应链稳定，缓解电力企业经营压力。**包括做好关键设备替代国、替代厂商以及进口部件国产替代工作，推动产业链上下游企业协同解决供货保障问题；加快落实国家减税减负及推动复工复产等有利政策，推动智慧能源电力基础设施建设发展；将复工复产的电力企业纳入疫情期间融资支持范围，支持电力企业发展供应链金融相关服务，针对新能源补贴不到位形成的资金缺口提供相应的融资产品，加快新能源企业资金周转等。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 28.07 亿元，广东能源集团持有公司 100%股权，为公司实际控制人；广东省国资委为公司最终控制人。

2. 企业规模

跟踪期内，公司专注于光伏发电领域，装机规模及发电量均明显增长。

公司于 2010 年开始涉足光伏发电行业，近年来光伏发电装机规模实现跨越式增长，目前已成为广东能源集团下以光伏发电为主的集投资、开发、建设、运营于一体的新能源产业专业化平台。

公司主营光伏发电，跟踪期内，电站规模进一步扩张，目前公司旗下电站全部位于广东省内，受益于广东省电力需求高、标杆上网电价高等，公司光伏发电业务市场环境较好，电力销售收现质量好。截至 2020 年 3 月底，公司光伏并网装机容量 735.21MW（其中，地面光伏电站 590.06MW，分布式光伏项目 145.15MW），较 2019 年 3 月底增长 41.66%，主要为地面光伏电站规模增长较快；2019 年实现发电量 6.30 亿千瓦时，同比增长 57.82%。

同时，公司积极参与扶贫项目建设运营，截至 2020 年 3 月底，公司旗下 4 个扶贫项目陆续并网运营，扶贫电站 2019 年实现发电量 2.25 亿千瓦时；2019 年 10 月预分配收益 2746.28 万元。

此外，公司于 2012 年将广东海运股份有限公司（以下简称“海运股份”）纳入合并范围，负责公司的运输业务。公司运输业务主要负责保障广东能源集团的电煤运输，截至目前总运力为 30.78 万吨/年。

3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10440106007726505），截至 2020 年 6 月 10 日，公司无已结清不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约状况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队基本保持稳定，各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司经营模式无重大变化，受光伏电站规模扩张以及前期投产电站运营时间提升影响，公司电力销售收入提升，且由于光伏电站运营期间成本较低，电力业务毛利率保持高水平。

公司定位为广东能源集团旗下光伏新能

源开发平台，主营业务为电力销售。2019 年，伴随并网装机容量的提高，公司发电量大幅提升带动电力板块收入同比增长 60.71%；同期，公司运输业务收入较为稳定。毛利率方面，由于前期投产电站全时段运营，且电站运营效率较好，毛利率同比增长 4.50 个百分点至 61.32%；运输业务受运费单价下降影响，毛利率同比回落 7.10 个百分点。但由于高毛利率的电力业务收入占比提升，公司综合毛利率同比提高 5.32 个百分点。公司其他业务主要为 2019 年新增租金收入，收入规模增长较快，但盈利能力有所下降。

一季度为光伏发电的淡季，2020 年一季度叠加新冠肺炎疫情影响，电力需求减弱、国内国际海运需求量减弱，导致公司收入及盈利能力的回落。其中，电力销售实现收入 1.14 亿元，为 2019 年该板块全年收入的 24.06%，毛利率较 2019 年下降 7.76 个百分点；同期，运输业务仅实现收入 0.41 亿元，且当期运费持续下跌、维修保养成本占比提高，该板块毛利率较 2019 年下降 10.20 个百分点。

表3 公司营业收入和毛利构成（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力销售	19361.34	48.84	51.09	29573.19	55.31	56.82	47527.68	67.56	61.32	11433.77	73.41	53.56
运输	20254.26	51.09	16.48	23891.07	44.68	20.04	22685.60	32.25	12.94	4126.50	26.49	2.74
其他	30.09	0.08	55.87	1.92	0.00	100.00	136.73	0.19	58.77	14.93	0.10	100.00
合计	**39645.69**	**100.00**	**33.41**	**53466.19**	**100.00**	**40.39**	**70350.01**	**100.00**	**45.71**	**15575.20**	**100.00**	**40.14**

注：小数位差异由四舍五入导致
资料来源：公司提供

2. 电力销售业务

（1）电站开发及建设

跟踪期内，公司电站项目开发及建设模式、结算方式等无变化。公司光伏电站主要通过自主开发方式获得，即公司自主寻找项目来源，并成立项目公司，自主投资开发，项目建成后自主运营维护的光伏电站开发模式。电站建设方面采用总承包制，总承包单位选择和甲供设备选择均采用招标制。2019 年，公司新增自主开发电站 3 个，分别为 9.80MW 的广东粤电惠州分布式光伏发电项目（二期）、3.74MW 的广东能源江门分布式光伏发电项目（二期）和 50.00MW 的广东粤电织篢农场（二期）光伏复合项目；2020 年一季度，公司新增自主开发电站 1 个，为 50.00MW 的广东能源火炬农场光伏复合项目。

供应商方面，公司供应商整体较为稳定，主要为太阳能组件销售和工程建筑服务公司。2017—2019 年，公司采购前五大供应商无变化，均为合肥晶澳太阳能科技有限公司、中国能源建设集团广东火电工程有限公司、中国能源建设集团湖南火电建设有限公司、中国能源建设广东电力设计研究院和隆基乐叶光伏科技有限公司，采购金额合计占比分别为 88.97%、94.80%和 97.32%；2020 年一季度，采购前三大供应商无变化，中国能源建设广东电力设计研究院和隆基乐叶光伏科技有限公司变为广州四方邦德实业有限公司和顺特电气设备有限公司，前五大供应商采购合计占比 93.52%，仍保持高水平。

总体看，公司利用自身及实际控制人广东能源集团的资本和资源优势，装机容量迅速扩大。未来，公司将更多的通过自主开发的方式获取光伏电站项目以获取更高的收益率；此外，公司也将积极筹备国内光伏电站收并购项目。

（2）电站运营

公司定位为广东能源集团旗下光伏等新

能源业务经营平台。截至 2020 年 3 月底，公司拥有光伏电站项目 38 个，合计已并网装机容量 735.21MW，较 2019 年 3 月底增长 41.66%，主要由于新增 2 个 50MW 的竞价电站项目并网。截至目前，剔除 11 个已于前期获得一次性补贴款的金太阳项目外，仅广东粤电华星光电光伏发电项目（一期）、广东粤电华星光电光伏发电项目（二期）和广东粤电南物光伏发电项目（二期）三个分布式光伏电站项目已纳入第七批补贴名录，广东粤电韶关发电厂灰场光伏项目（一期）、广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目和广东粤电茂名镇盛农光互补项目三个扶贫电站项目纳入第三批光伏扶贫项目补贴名录，补贴名录中电站规模占比约 35%；2018 年 9 月后，南方电网不再提前垫付国家电价补贴款，且电价补贴政策持续调整，或将对公司现金收入质量造成不利影响。

跟踪期内，公司光伏发电业务仍处于扩张期，伴随装机规模提升和并网电站运营时间增加，发电量同比快速增长。2019 年，公司实现发电量 6.30 亿千瓦时，同比增长 57.82%。2020 年一季度，公司实现发电量 1.56 亿千瓦时，同比增长 90.24%。

电价方面，国家政策上将全国分为三类资源区以区别定价，公司电站全部位于广东省内，为电价最高的第三类资源区；但受补贴退坡政策影响，公司地面集中式光伏电站上网电价随电站并网时间延后而逐步下调，2016 年最高电价为 1.00 元/千瓦时，2018 年最低电价为 0.85 元/千瓦时。2019 年以来，国家政策鼓励在有条件地区推进平价电站项目，公司分别于 2019 年底和 2020 年 3 月底并网 50MW 的平价电站项目，上网电价约为 0.49 元/千瓦时。分布式电站上网电价方面，以不高于客户与当地供电局结算电价的基础上进行协商。

表4　截至2020年3月底公司持有电站项目运营情况（单位：MW、万千瓦时、元/千瓦时）

项目名称	装机容量	实际并网容量	2017 年发电量	2018 年发电量	2019 年发电量	2020 年一季度发电量	并网时间	并网电价	备注
分布式光伏发电项目（不含家庭用户）									
广东粤电华南理工大学光伏发电项目	1.60	1.60	136.60	139.91	136.81	24.56	2011.01.28		金太阳项目
广东粤电中山大学光伏发电项目	1.40	1.40	91.71	104.32	113.53	19.62	2011.08.10		金太阳项目
广东粤电南沙开发区光伏发电项目	10.08	10.08	933.64	958.00	925.44	190.08	2012.06.29		金太阳项目
广东粤电广州宝洁光伏发电项目	1.00	1.00	59.40	57.73	45.85	8.44	2012.11.05		金太阳项目
广东粤电云埔南方物流有限公司光伏项目	0.58	0.58	57.52	49.00	57.58	11.34	2013.12.05		金太阳项目
广东粤电南物国际商贸城有限公司光伏发电项目	1.50	1.50	133.77	139.85	131.54	25.00	2013.12.05		金太阳项目
广东粤电美的冰箱光伏发电项目	9.06	9.06	853.66	817.61	767.88	169.69	2013.12.07		金太阳项目
广东粤电美的空调光伏发电项目	12.17	12.17	1114.57	1046.22	1040.93	249.16	2013.12.07		金太阳项目
广东粤电广州金发科技股份有限公司光伏发电项目	6.10	6.10	503.66	463.38	475.73	91.97	2014.02.25		金太阳项目
广东粤电美的暖通设备有限公司光伏发电项目	7.74	7.74	656.64	687.73	643.53	118.69	2014.05.06		金太阳项目
广东粤电美的生活电器制造有限公司光伏发电项目	14.07	14.07	1173.96	1137.75	1169.34	241.79	2014.05.06		金太阳项目
广东粤电南物光伏发电项目（二期）	2.60	2.60	280.72	263.04	264.76	53.99	2016.06.28		
广东粤电华星光电光伏发电项目（一期）	12.38	12.38	1408.73	1289.70	1347.53	292.28	2015.05.12		
广东粤电华星光电光伏发电项目（二期）	7.00	7.00	811.01	758.37	775.37	166.66	2016.09.07		

广东粤电理士电源光伏发电项目	12.14	12.14	1028.23	1200.79	1347.53	199.84	2017.03.19		
广东粤电清远金发光伏发电项目	7.30	7.30	114.19	723.19	775.37	118.80	2017.09.22		
广东粤电惠州分布式光伏发电项目（一期）	6.45	6.45	--	592.92	725.17	157.71	2018.03.07		
广东粤电花都空港物流产业园区分布式光伏发电项目	2.64	2.64	--	218.56	266.66	49.86	2018.03.23		
广东粤电惠美的电热电器10#、11#厂房1.135MWp屋顶分布式光伏发电项目	1.14	1.14	--	46.16	117.15	22.11	2018.05.30		
广东粤电佛山乐华恒业卫浴分布式光伏发电项目	2.84	2.84	--	168.16	316.89	54.38	2018.05.26		
广东粤电志高产区分布式光伏发电4.47兆瓦项目	4.47	4.47	--	175.15	333.42	62.40	2018.06.23		
广东粤电江门分布式光伏发电项目（一期）	7.35	7.35	--	382.61	762.71	147.10	2018.06.20		
广东粤电惠州分布式光伏发电项目（二期）	9.80	9.80	--	--	386.05	272.25	2019.08.29		
广东能源江门分布式光伏发电项目（二期）	3.74	3.74	--	--	0.11	70.72	2019.12.31		
小计	**145.15**	**145.15**	**9358.01**	**11420.15**	**12926.86**	**2818.42**			
地面集中式光伏发电项目									
广东粤电织篢农场21队农业光伏综合开发项目	50.00	50.00	6058.30	5696.07	5807.80	1126.37	2016.06.30	1.00	
广东粤电茂名露天矿林光互补项目	100.00	100.00	10787.65	12412.62	12286.30	2524.63	2017.06.20	0.99	
广东粤电阳江盐场双鱼盐光互补项目	100.44	100.44	329.12	7350.64	12481.04	2462.24	2017.06.28	0.86	扶贫项目
广东粤电韶关发电厂灰场光伏项目（一期）	36.90	36.90	--	1953.64	4089.20	774.98	2018.06.29	0.99	扶贫项目
广东粤电东方红农场农业光伏综合开发项目	30.85	30.76	--	207.06	3969.42	866.88	2018.06.9	0.86	
广东粤电丰收公司农业光伏综合开发项目	40.56	40.56	--	319.18	4477.70	879.92	2018.06.29	0.86	
广东粤电韶关发电厂灰场光伏项目（二期）	23.00	23.00	--	--	1061.45	500.54	2018.12.27	0.86	
广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目	42.00	42.00	--	452.11	3655.08	881.10	2018.06.28	0.85	扶贫项目
广东粤电茂名镇盛农光互补项目	89.52	89.40	--	119.86	2263.27	1612.25	2018.06.30	0.86	扶贫项目
广东粤电织篢农场（二期）光伏复合项目	50.00	50.00	--	--	--	1180.08	2019.12.30	0.489	
广东能源火炬农场光伏复合项目（二期）	50.00	50.00	--	--	--	--	2020.03.31	0.49	
小计	**613.27**	**590.06**	**17175.07**	**28511.18**	**50091.26**	**12808.99**			
合计	**758.42**	**735.21**	**26533.08**	**39931.33**	**63018.12**	**15627.41**			

资料来源：公司提供

表5　截至2020年3月底公司扶贫电站项目运营情况（单位：MW、万元、元/千瓦时、万千瓦时）

项目名称	装机规模	电站投资规模	并网电价	2018年发电量	2019年发电量	2018年收益分配情况	2019年收益预分配
广东粤电阳江盐场双鱼盐光互补项目	100.44	78327.39	0.99	7350.64	12481.04	899.76	1050.00
广东粤电韶关发电厂灰场光伏项目（一期）	36.90	25342.00	0.86	1953.64	4089.20	184.35	368.70
广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目	42.00	28501.00	0.85	452.11	3655.08	420.00	420.00
广东粤电茂名镇盛农光互补项目	89.52	65035.00	0.86	119.86	2263.27	378.16	907.58
合计	**268.86**	**197205.39**	--	**9876.25**	**22488.59**	**1882.27**	**2746.28**

资料来源：公司提供

此外，跟踪期内，公司大力推进广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目和广东粤电肇庆德庆光伏扶贫项目建设进度，截至 2020 年 3 月底，表 5 中扶贫项目已全额并网发电。2019 年，公司扶贫电站实现发电量 2.25 亿千瓦时，同比增长 127.27%；2019 年 10 月预分配收益 0.27 亿元，同比增长 45.90%。

整体看，跟踪期内，公司光伏电站维持高效运行，装机规模的快速增长带动发电量快速增长。

3. 运输业务

公司运输业务主要为广东能源集团运输和中转发电燃料，跟踪期内，受运费单价下降以及维修保养成本提高影响，该板块盈利能力下降。

公司运输业仍由海运股份负责经营，主要为广东能源集团运输和中转发电燃料。受历史因素影响，海运股份的日常经营管理由广东能源集团直接负责。截至目前，海运股份拥有“广新”“广珠”“广茂”和“广前”四艘船舶，均为散货船，总运力 30.78 万吨，主要运输广东能源集团电煤及其他煤炭、铁矿等市场货品。2019 年，公司运输量有所提升，但由于运输单价同比下降 13.32%，公司运输业务收入同比下降 5.05%。2020 年一季度，叠加新冠肺炎疫情对电力需求以及国内外运输限制等影响，公司运输量同比下降 10.29%，同时运费单价较 2019 年进一步下降，维修保养成本大幅提高，导致该板块盈利能力下滑明显。

表6 公司船舶运营情况（单位：万吨、%、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
运行量	491.00	544.00	596.00	122.00
使用率	97.77	96.85	97.25	100.00
运输收入	20254.00	23891.00	22685.60	4126.50
运费单价	41.25	43.91	38.06	33.82
维修保养成本	1755.00	1027.00	1468.00	539.00

资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司经营效率指标尚可。

由于光伏发电业务扩张以及南方电网停止垫付电价补贴款，公司应收账款快速增长，导致销售债权周转次数下降，2019 年为 3.49 倍；同期，存货周转次数和总资产周转次数变化不大，分别为 33.47 次和 0.11 次。

同业对比方面，公司整体规模较小，受参股航运企业盈利弱影响，减值和投资亏损较大，导致当期利润总额亏损。但主营业务盈利能力较好，整体债务负担轻，经营效率尚可。

表7 2019年同业对比情况

	公司	新疆新能源(集团)有限责任公司
资产总额（亿元）	68.86	69.93
所有者权益（亿元）	37.13	17.28
营业总收入（亿元）	7.04	8.25
利润总额（亿元）	-1.71	0.46
资产负债率（%）	46.07	75.29
营业利润率（%）	45.52	47.01
销售债权周转次数(次)	3.49	1.00
存货周转次数（次）	33.47	9.52
总资产周转次数（次）	0.11	0.12

资料来源：联合资信整理

5. 在建项目

公司战略清晰，发展规划较为可行；但在建项目投资压力大。

公司以绿色能源发电为核心，相关产业协调发展，以专业化管理为手段，以实现公司整体价值最大化为目的，打造成为国内一流、具有竞争力的新能源电厂投资控股平台。公司大力发展核心业务太阳能发电，继续坚持“立足于稳固广东，拓展全国，地域相对集中，近期与远期相结合”的区域发展策略；结合公司现状，通过强化制度管理、优化管理流程，明晰权限设置、优化组织管理模式，改善人力资源配置、加强人力资源管理等，从机制、组织和人才三方面逐步推动公司的专业化发展，从而进一步提升公司业务能力和业绩水平。

截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项

目 6 个，其中分布式电站 1 个，地面集中式光伏发电项目 4 个。上述 6 个项目合计装机容量 581.44MW，预计总投资 33.97 亿元（含 24.17 亿元固定资产项目贷款和 3.00 亿元绿色中期票据募集资金），截至 2020 年 3 月底已完成投资 0.17 亿元，2020 年剩余投资 10.42 亿元，预计 2021—2022 年将分别投资 13.95 亿元和 7.97 亿元，投资压力大。

表 8　截至 2020 年 3 月底主要在建光伏电站情况（单位：MW、万元）

项目名称	装机容量	预计全容量并网时间	项目总投资	截至 2020 年 3 月已投资	未来投资金额			备注
					2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	
广东能源增城超视堺屋顶分布式光伏发电项目	24.79	2020.08.20	12607.00	800.00	8800.00	1800.00	1207.00	分布式光伏发电项目
广东能源柳州柳汽分布式光伏发电项目	26.65	2021.12.30	13325.00	0.00	9750.00	1950.00	1625.00	分布式光伏发电项目
广东粤电织篢农场（三期）光伏复合项目	200.00	2022.12.30	118375.02	927.60	35525.26	21693.14	60229.02	地面集中式光伏发电项目
广东能源惠州博罗观音阁镇光伏复合项目	100.00	2020.12.30	58159.00	0.00	35000.00	17343.00	2907.00	地面集中式光伏发电项目
广东能源火炬农场农业光伏综合开发项目	30.00	2021.03.30	21000.00	0.00	2100.00	16800.00	2100.00	地面集中式光伏发电项目
广东能源惠州惠城汝湖镇光伏复合发电项目	200.00	2021.03.30	116200.00	0.00	13000.00	79960.00	11620.00	地面集中式光伏发电项目
合计	**581.44**	--	**339666.02**	**1727.60**	**104175.26**	**139546.14**	**79688.02**	

资料来源：公司提供

九、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了2018－2019年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，公司合并范围无变化。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 68.86 亿元，所有者权益合计为 31.72 亿元（含少数股东权益 2.48 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 7.04 亿元，利润总额-1.71 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 70.54 亿元，所有者权益合计为 37.58 亿元（含少数股东权益 2.49 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1.56 亿元，利润总额 0.48 亿元。

2．资产质量

跟踪期内，公司电力业务持续扩张，装机容量增长带动固定资产规模快速增长；同期，由于南方电网停止垫付电价补贴款，公司应收账款快速增长。

截至 2019 年底，公司资产总额 68.86 亿元，较上年底增长 10.47%，主要由于应收账款和固定资产的增长。公司资产以非流动资产为主，截至 2019 年底占 81.94%，符合电力行业特征。

截至 2019 年底，公司流动资产 12.44 亿元，较上年底增长 28.52%，主要由于发电量增长以及南方电网停止垫付电价补贴款导致公司应收账款较上年底增长 2.47 亿元。截至 2019 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 67.76%）和应收账款（占 26.13%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 8.43 亿元，较上年底变化不大，主要为银行和广东能源集团财务有限公司（以下简称“能源财务”）[1]存款。公司货币资金中无受限资金，流动性高。

公司主业定位为光伏发电，前期核定的

[1] 能源财务是广东能源集团成立的财务公司，主要负责广东能源集团下属成员单位的统一收支结算以及提供成员单位贷款，对广东省能源集团及其下属成员单位进行资金归集

高电价对补贴依赖性强。2018 年 9 月以来，南方电网停止垫付电价补贴款，伴随发电量的大幅增长，公司应收账款规模快速增长。截至 2019 年底，公司应收账款账面余额 3.34 亿元，合计计提坏账准备 0.86 亿元。公司应收账款账款主要在 1 年以内（占 82.54%），欠款方归集的期末前五名应收账款合计占 96.25%，全部为地方供电局应付电费款及电价补贴款，公司应收账款集中度高，整体风险低。

截至 2019 年底，公司非流动资产 56.42 亿元，较上年底增长 7.15%，主要由于固定资产的快速增长。截至 2019 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.55%，主要为持有广东电力发展股份有限公司股票 0.94 亿股）、长期股权投资（占 11.85%）、固定资产（占 71.11%）和其他非流动资产（占 7.01%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 6.69 亿元，较上年底下降 29.34%，主要由于航运业务亏损，公司权益法下确认对广东粤电航运有限公司的投资亏损 2.71 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产 40.12 亿元，较上年底增长 30.49%，主要由于公司业务扩张以及电站建设加快，在建工程当期完成投资并转入固定资产 11.78 亿元。截至 2019 年底，公司固定资产原值 49.95 亿元，主要由机器设备（占 76.74%）和运输工具（占 21.92%）构成；累计计提折旧 8.81 亿元；2019 年，公司固定资产计提减值准备 1.22 亿元，主要为海运股份因电煤运输业务压缩以及市场竞争加剧导致运输价格持续下降等原因而对船舶计提 1.21 亿元减值。

截至 2019 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产 0.70 亿元，全部为以应收电费收费权为质押物的应收账款。公司资产受限比例低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 70.54 亿元，较上年底变化不大，其中，所有权或使用权受限的资产 7448.20 万元，为应收账款质押。截至 2020 年 3 月底，流动资产 12.45 亿元，较上年底变化不大；伴随电站投资推进，公司货币资金较上年底下降 7.23%；同期，由于电价补贴款持续积累，公司应收账款较上年底增长 16.12%。截至 2020 年 3 月底，公司非流动资产 58.09 亿元，较上年底增长 2.97%，主要为固定资产的增长。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，由于公司经营亏损影响未分配利润，导致公司权益规模有所下降；同期，由于电站规模扩张，投资需求增加，公司长期借款快速增长，债务负担有所提升，但公司债务结构合理，整体债务负担仍轻。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 37.13 亿元，较上年底下降 5.12%，主要由于当期经营亏损，公司未分配利润较上年底下降 25.46%。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 37.58 亿元，较上年底变化不大。公司实收资本占比高，所有者权益稳定性好。

负债

截至 2019 年底，公司负债 31.72 亿元，较上年底增长 36.77%，主要由于公司加大电站投资力度，应付账款和长期借款快速增长。

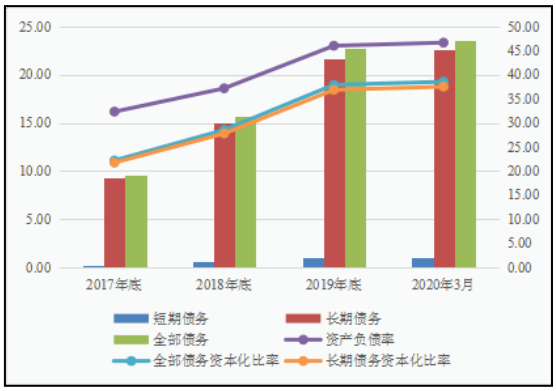
截至 2019 年底，公司流动负债 6.78 亿元，较上年底大幅增长 51.52%，主要由于应付账款的增长。截至 2019 年底，公司应付账款 5.48 亿元，较上年底增长 49.49%，主要为应付设备采购款及工程款。同期，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 75.27%至 1.00 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 24.95 亿元，较上年底增长 33.24%，主要由于业务扩张带动资金需求增加，公司长期借款较上年底增长 33.71%至 17.38 亿元。截至 2019 年底，公司长期应付款 2.33 亿元，较上年底增长 11.98%，主要为新增扶贫基金及项目融资

租赁款。同期，公司新增发行 2.00 亿元绿色中期票据用以光伏电站项目建设。

有息债务方面，将长期应付款中有息债务调整至长期债务测算，截至 2019 年底，公司全部债务较上年底增长 45.11%至 22.71 亿元，长期债务占 95.59%，债务结构合理；公司长期债务期限分布较为分散，2022 年内到期债务 4.59 亿元，存在一定集中集中兑付压力。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化分别较上年底增长 8.86 个、9.38 个和 9.08 个百分点。

图 3　公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务数据

表 9　截至 2019 年底公司长期债务到期分布情况

（单位：亿元、%）

项目	2021年内	2022年内	2023年内	2024年内	2025年及以后	合计
长期应付款	0.11	0.11	0.12	0.12	1.88	**2.33**
应付债券	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00	**2.00**
长期借款	2.08	2.48	1.40	2.75	8.67	**17.38**
合计	**2.19**	**4.59**	**1.51**	**2.87**	**10.55**	**21.71**
债务占比	10.08	21.14	6.98	13.22	48.59	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 32.95 亿元，较 2019 年底增长 3.88%，主要由于长期借款的增长。同期，公司全部债务增长至 23.61 亿元，债务负担比率均有所提升，但整体债务负担轻。

4．盈利能力

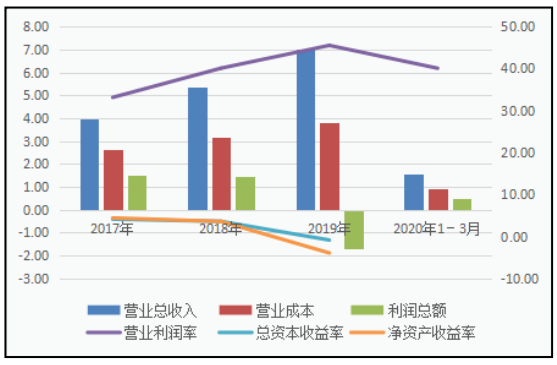
跟踪期内，伴随并网电站规模增加以及发电量的提高，公司收入快速增长，主营光伏发电业务维持高毛利率；但受资产减值损失和投资损失较大影响，公司 2019 年出现亏损，非经常性损益对公司利润水平影响大。

2019 年，公司实现营业收入 7.04 亿元，同比增长 31.58%，主要由于光伏电站装机规模和发电量的提升，带动电力业务收入的快速增长。光伏发电业务运营成本低，2019 年，公司营业成本 3.82 亿元，同比增长 19.82%，增幅低于营业收入增幅，带动公司营业利润率同比增长 5.43 个百分点。

期间费用方面，公司管理费用占比较高，其中主要成本为职工薪酬；同期，受债务规模快速增长影响，公司财务费用快速增长，2019 年为 0.84 亿元，同比增长 83.88%。2019 年，公司期间费用率同比增长 1.40 个百分点至 22.48%，整体费用控制能力有待提升。

非经常性损益方面，2019 年，公司计提减值损失 1.35 亿元（主要为运输工具减值准备 1.27 亿元）；因投资企业亏损，公司权益法核算的长期股权投资收益-2.46 亿元。受此影响，公司 2019 年实现利润总额-1.71 亿元，总资本收益率和净资产收益率均为负，公司非经常损益对利润水平影响大。

图 4　公司盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务数据

2020 年一季度，公司实现营业收入 1.56 亿元，为 2019 年全年的 22.16%，主要由于运输业务确认收入较低；营业利润率回落至 40.08%；同期，公司非经常性损益规模小，2020 年一季度实现利润总额 0.48 亿元，实现扭亏。

5. 现金流分析

跟踪期内，由于南方电网停止垫付电价补贴款，公司经营活动获现能力及收入实现质量有所下降；同期，公司电站投资规模大，对外融资需求高。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量 5.61 亿元，同比下降 1.35%，主要由于南方电网停止垫付电价补贴款，电费收入的现金流入量同比明显下降；同期，公司经营活动现金流出 3.27 亿元，同比下降 18.80%，主要由于代垫项目公司前期投资款减少导致支付其他与经营活动有关的现金的减少。2019 年，公司经营活动现金净流入同比增长 40.81%；但现金收入比同比下降 27.74 个百分点。

投资活动方面，跟踪期内，公司持续推进电站建设，投资活动现金流出保持较高水平，2019 年为 7.92 亿元。2019 年，公司筹资活动前现金流-5.57 亿元，经营活动现金流入无法满足投资活动现金流出，公司对外融资需求高。

公司借款主要为长期借款，2019 年，公司筹资活动现金流入 7.61 亿元，主要为取得借款收到的现金；同期，偿还债务支付的现金仅 0.91 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 1.04 亿元；公司筹资活动现金净流入 5.66 亿元。

2020 年一季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 0.80 亿元、-2.11 亿元和 0.70 亿元。

6. 偿债能力

公司间接融资渠道通畅，债务负担轻，短期偿债能力指标强，但长期偿债能力指标弱。综合考虑公司经营业绩、股东背景及支持力度，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，但仍保持高水平，截至 2019 年底分别为 183.54%和 181.61%，截至 2020 年 3 月底进一步小幅下降。公司货币资金充裕，短期债务规模很小，截至 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 7.78 倍。2019 年，公司经营现金流动负债比同比下降 2.64 个百分点至 34.61%。

从长期偿债能力指标看，2019年，由于资产减值损失和投资损失规模较大，公司利润总额亏损，EBTIDA同比下降66.72%至1.18亿元；同期，公司全部债务规模快速增长，EBITDA利息倍数下降至1.25倍；全部债务/EBITDA倍数增长至19.20倍。公司长期偿债能力指标弱。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得商业银行授信额度 26.80 亿元，其中，已使用授信额度 9.73 亿元，剩余授信额度 17.07 亿元，公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

母公司负责投资管理，自身债务负担很轻；但由于无经营性业务，盈利受投资收益波动影响大，自身盈利能力弱；同期，由于公司处于扩张期，对外融资需求压力增加。

母公司职能主要为投资管理，跟踪期内，母公司资产规模较为稳定，截至2019年底为32.24亿元，主要由货币资金、可供出售金融资产和长期股权投资构成。母公司债务负担很轻，2019年新增发行2.00亿元绿色中期票据带动全部债务规模的增长，截至2019年底，母公司资产负债率仅8.60%。母公司所有者权益受经营亏损导致未分配利润减少而有所下降，但实收资本占比高，权益结构稳定性好。

母公司无经营性业务，收益主要为投资收益，2019年，母公司投资亏损1.49亿元；同期，母公司成本主要为管理费用（2019年为0.32亿元）；母公司盈利能力弱，且因投资亏损，2019年，母公司营业利润亏损加剧。

母公司经营活动现金流波动较大，2019年净流出2.38亿元，无法满足投资现金支付需

求，对融资需求有所增长。

8. 抗风险能力

基于对光伏行业发展的分析，政府的政策支持力度、股东背景以及公司自身经营和财务风险的判断，公司整体抗风险能力很强。

十、担保方分析

“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”由广东能源集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 担保方概况

广东能源集团为广东省实力最强、规模最大的发电企业，规模优势及区域竞争力强。

广东能源集团是广东省政府在全国率先实行“厂网分家”电力体制改革之时，从广东省电力集团公司分立组建而成，是广东省实力最强、规模最大的发电企业。截至 2019 年底，广东能源集团注册资本为 230 亿元，中国华能集团有限公司（以下简称“华能集团”）与广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健投资”）分别持有广东能源集团 24%和 76%股权，广东省国资委为广东能源集团实际控制人。

广东能源集团电力业务涉及火电、水电、风电、核电、LNG、生物质、太阳能等多种能源，经营区域遍布广东全境，具有较强的区域垄断优势。其中，控股上市公司广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”，股票代码粤电力 A：000539.SZ；粤电力 B：200539.SZ），为广东能源集团火电业务平台。截至 2019 年底，广东能源集团可控装机容量 3310.41 万千瓦，其中火电装机容量占 88.81%，单机 60 万千瓦以上装机占比超过 50%；2019 年，广东能源集团实现发电量 1225.75 亿千瓦时，同比增长 2.69%。

广东能源集团燃料销售业务主要为进行全资、控股各火电厂发电燃料的供应及管理工作。广东能源集团积极从国内主要产煤省区和境外印尼和俄罗斯等国家组织资源，加强燃料管理，努力保障燃料供应，保证燃料质量，控制燃料成本，为广东省经济发展提供稳定的能源支持。

广东能源集团的运输业务主要为发电燃料的运输与中转业务。广东能源集团每年电煤消耗量巨大，面对电煤供应和运输压力，广东能源集团致力打通产业链上下游，大力发展自身航运能力，形成了较系统的运输业务产业链。截至 2019 年底，广东能源集团可控运力 239.37 万载重吨，运力规模居全国散货船队前列。

截至 2019 年底，广东能源集团资产总额 1456.25 亿元，所有者权益合计 718.71 亿元（含少数股东权益 207.11 亿元）；2019 年，广东能源集团实现营业总收入 496.91 亿元，利润总额 54.54 亿元。

2. 担保方经营分析

跟踪期内，受益于发电量的提高以及煤炭成本下降，广东能源集团营业收入同比增长，盈利能力有所提升。但在建及拟建项目投资较大，存在一定资本支出压力。

收入构成及盈利方面，2019 年，伴随电力装机和发电量的增长，广东能源集团电力及热力销售业务收入同比增长 8.49%；燃料销售业务主要为在保障所属电厂燃料供应的基础上进行对外销售，由于对外销售燃料量增加，2019 年，该板块收入同比增长 34.63%；同期，广东能源集团运输业务收入较为稳定。2019 年，煤炭价格整体呈现回落趋势，受此影响，广东能源集团电力及热力业务毛利率同比提高 3.22 个百分点；但燃料销售业务毛利率同比下降 5.40 个百分点；同期，运输业务盈利能力变化不大。受益于高占比的电力及热力销售业务毛利率提升，2019 年，广东能源集团综合毛利率同比提高 2.94 个百分点。

表 10　广东能源集团营业收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电力及热力销售	413.72	94.56	19.09	434.74	94.86	17.63	471.67	94.92	20.85
燃料销售	13.64	3.12	14.35	8.58	1.87	11.54	11.55	2.32	6.14
运输	3.58	0.82	16.34	3.96	0.86	8.71	3.72	0.75	9.07
其他	6.59	1.51	36.00	11.02	2.41	40.15	9.98	2.01	41.42
合计	**437.53**	**100.00**	**19.19**	**458.31**	**100.00**	**17.89**	**496.91**	**100.00**	**20.83**

注：尾数差系四舍五入所致

资料来源：广东能源集团财务报告

电力生产是广东能源集团最核心的主导产业，是其最主要收入和利润来源。广东能源集团下属电厂覆盖了粤东、粤西、粤北和珠江三角洲地区，并延伸至贵州省、云南省。跟踪期内，广东能源集团装机容量和发电量均有所提升年，清洁能源装机容量占比小幅提高。截至 2019 年底，广东能源集团装机容量 3310.41 万千瓦，较上年底增长 2.97%，其中火电装机容量占 88.81%，占比较上年底下降 0.67 个百分点。受“西电东输”电量增加、珠三角限煤政策推进以及其他新增电力装机挤占市场等因素影响，广东能源集团在广东省内发电市场受到一定挤压，机组发电利用小时数有所波动，但发电量和上网电量小幅增长。2019 年，广东能源集团实现发电量 1157.60 亿千瓦时，同比增长 2.73%。同期，广东能源集团火电机组运行效率较高，供电标准煤耗同比下降 4.80 克/千瓦时，导致火电整体耗煤需求量下降，电煤采购量同比下降 4.98%。广东能源集团电煤采购仍以长协煤采购为主，主要煤炭供应商稳定，2019 年，平均入厂标煤单价同比下降 13.38%，带动火电为主的电力业务成本下降；叠加平均电价增长影响，广东能源集团电力业务盈利能力有所提升。

表 11　广东能源集团电力经营情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、元/千瓦时、克/千瓦时、万吨、元/吨）

	2017 年	2018 年	2019 年
可控装机容量	3009.04	3215.06	3310.41
其中：火电	2694.35	2877.09	2940.09
发电量	1191.57	1193.67	1225.75
上网电量	1123.27	1126.88	1157.60
不含税平均电价	0.37	0.39	0.40
供电标准煤耗	319.59	312.40	307.60
电煤采购量	3817.00	3873.00	3680.00
其中：长协煤采购量	1638.00	1627.00	1631.00
平均入厂标煤单价	903.74	905.55	784.36

资料来源：广东能源集团提供

经营效率指标方面，广东能源集团整体经营稳定，销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数同比变化不大，2019 年分别为 7.90 次、0.34 次和 12.14 次，整体经营效率较高。

表 12　截至 2020 年 3 月底广东能源集团在建项目情况（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	项目建设内容	项目总投资	截至 2020 年 3 月底已完成投资	未来投资金额	
				2020 年 4-12 月预计投资	2021 年预计投资
博贺电厂	2*100.00	80.90	55.10	2.60	10.00
花都汽车城产业园区热电冷燃机联供项目	2×46.00	33.20	4.30	2.30	12.00
珠海金湾海上风电项目	30.00	56.40	12.80	7.20	15.00
阳江沙扒海上风电场工程项目	30.00	60.00	7.20	9.80	20.00

从江达棒山风电项目	15.00	13.50	7.30	1.80	3.00
贵州雷家坡风电项目	5.00	4.80	3.00	1.40	0.40
贵州秀塘风电项目	5.00	5.20	1.20	1.30	2.50
广西武宣县合群一期风电场项目	5.00	4.80	0.30	1.10	2.50
山西省盂县西烟镇风力发电项目	5.00	5.30	2.40	2.20	0.50
粤电平远茅坪风电场工程项目	4.95	4.60	1.10	1.30	1.50
广东能源火炬农场光伏复合项目（二期）（50MW）	5.00	3.10	1.10	0.80	1.00
粤电林州风宝 34MW 屋顶光伏项目	3.40	1.80	0.30	0.80	0.50
粤西天然气主干管网项目	--	69.40	13.80	9.50	20.00
粤东天然气主干管网项目	--	92.00	13.10	7.70	20.00
粤北天然气主干管网韶关-广州干线项目	--	45.20	12.50	4.50	15.00
博贺配煤码头项目	总吞吐量 1300 万吨	29.30	19.40	2.10	5.00
阳江液化天然气接收站项目	两个 16 万方液化天然气全容罐、配套码头相关设施，规模 200 万吨/年	54.00	1.90	1.80	10.00
合计		**563.50**	**156.80**	**58.20**	**138.90**

资料来源：广东能源集团提供

在建项目方面，目前，广东能源集团在建项目主要为电力及燃气管网建设，预计项目总投资 563.50 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 156.80 亿元；预计 2020 年剩余投资 58.20 亿元，2021 年预计投资 138.90 亿元；同期，广东能源集团拟建项目计划投资 291.10 亿元。整体看，广东能源集团投资规模较大，存在一定资本支出压力。

3. 担保方财务分析

广东能源集团流动资产中货币资金占比较高，流动性较好；非流动资产中固定资产占比高，符合电力行业特征，整体资产质量较好。由于未分配利润占比较高，广东能源集团所有者权益结构稳定性一般；同期，广东能源集团债务负担有所下降，债务结构较为合理。跟踪期内，广东能源集团主业突出，盈利能力有所提升；获现能力强。

广东能源集团提供了 2018—2019 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。

资产方面，截至 2019 年底，广东能源集团资产总额 1456.25 亿元，较上年底变化不大，其中，非流动资产占 84.08%，符合电力行业特征。截至 2019 年底，广东能源集团流动资产 231.88 亿元，较上年底下降 14.32%，主要由于用以投资及偿还债务的现金支出增加导致货币资金较上年底下降 26.61%。广东能源集团流动资产主要由货币资金（占 38.67%）、应收账款（占 25.14%）和存货（占 14.61%）构成。截至 2019 年底，广东能源集团非流动资产 1224.37 亿元，较上年底增长 3.37%，主要由长期股权投资（占 14.04%）、固定资产（占 57.67%）和在建工程（占 12.14%）构成。其中，长期应收款较上年底增长 83.53%，主要为增加对联营企业海外国际兴业有限公司贷款 21.79 亿元和对约旦 APCO Holdco 公司贷款 12.03 亿元。截至 2019 年底，广东能源集团所有权和使用权受到限制的资产合计 50.95 亿元（货币资金和固定资产分别占 21.88%和 24.42%），占总资产的 3.50%，资产受限比例低。

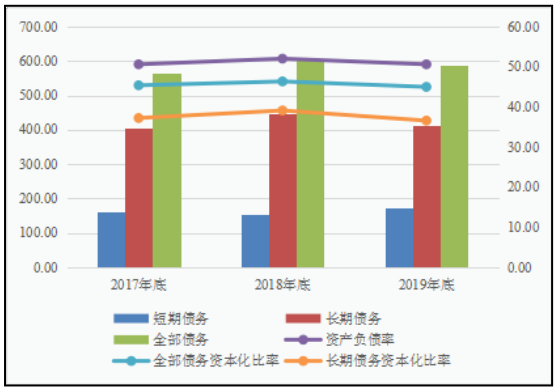
权益方面，截至 2019 年底，广东能源集团所有者权益合计 718.71 亿元，较上年底增长 3.05%，主要由于其他综合收益和未分配利

润分别较上年底增加 7.47 亿元和 8.45 亿元。根据《关于集团公司增加注册资本金的议案》和《关于集团公司资本公积转增资本的议案》，2019 年，广东能源集团股东按照原有出资比例，合计新增注入资本金 2.73 亿元，资本公积转增股本 0.37 亿元；截至 2019 年底，广东能源集团实收资本增至 233.00 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 45.54%、3.83%和 42.38%，权益结构稳定性一般。

负债方面，截至 2019 年底，广东能源集团负债总额 737.53 亿元，较上年底下降 2.65%，负债结构相对均衡，且较上年底变化不大。截至 2019 年底，广东能源集团流动负债 308.78 亿元，较上年底增长 8.40%，主要为短期借款和其他流动负债（吸收存款及同业存款较上年底减少 21.30 亿元，短期应付债券较上年底增加 33.13 亿元）分别较上年底增长 21.49%和 34.43%。广东能源集团流动负债主要由短期借款（占 19.76%）、应付账款（占 18.82%）、其他应付款（占 15.12%）、一年内到期的非流动负债（占 20.03%）和其他流动负债（占 14.90%）构成。截至 2019 年底，广东能源集团非流动负债 428.76 亿元，较上年底下降 9.31%，主要由于部分长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债科目；广东能源集团非流动负债主要由长期借款（占 63.77%）和应付债券（占 30.89%）构成。

有息债务方面，将其他流动负债和长期应付款中的有息债务调整至全部债务测算，截至 2019 年底，广东能源集团全部债务较上年底下降 2.46%，其中长期债务占 70.51%，债务结构较好。同期，广东能源集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底下降 1.42 个、1.36 个和 2.53 个百分点，整体债务负担有所下降。

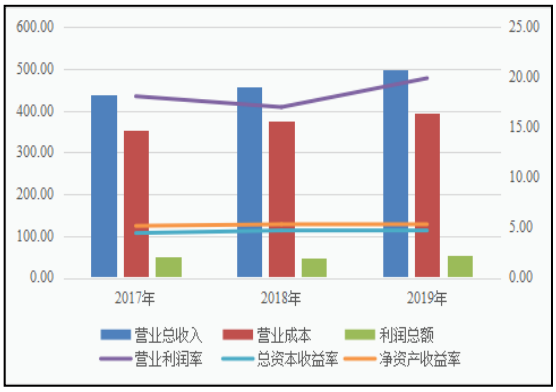
图 5　广东能源集团债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：广东能源集团财务报告

营收及损益方面，伴随上网电量和上网电价的提高，2019 年，广东能源集团实现营业收入 496.91 亿元，同比增长 8.42%，同期，由于煤炭价格下跌，营业成本同比增长 4.74%，增幅低于营业收入增幅，带动营业利润率同比增长 2.88 个百分点。同期，广东能源集团期间费用（管理费用和财务费用分别占 48.59%和 4878%）同比增长 2.24%，占营业收入的比重同比下降 0.49 个百分点，成本控制能力较好。广东能源集团非经常性损益对利润影响较大，2019 年，广东能源集团实现投资收益 19.84 亿元，同比变化不大；同期，资产减值损失 25.57 亿元，同比增长 428.31%，主要为对广东粤电航运有限公司船减值 14.20 亿元，对广东粤华发电有限责任公司机器设备及房屋建筑物减值 5.39 亿元以及对海运股份船减值 1.21 亿元。受此影响，广东能源集团实现营业利润 54.62 亿元，同比变化不大；同时，由于对外担保预计负债减少带动营业外支出下降，广东能源集团实现利润总额 54.54 亿元，同比增长 12.68%。2019 年，广东能源集团总资本收益率和净资产收益率分别增长 0.11 个和 0.04 个百分点。跟踪期内，广东能源集团整体盈利能力有所提高。

图 6　广东能源集团盈利指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：广东能源集团财务报告

现金流方面，广东能源集团经营活动获现能力强，现金流入量增幅高于流出量增幅，带动经营活动净现金流入量同比增长 39.01%至 120.23 亿元；同期，广东能源集团加大工程及理财投资，投资活动现金净流出量同比增长 51.81%至 101.00 亿元；经营活动现金流入量足以覆盖投资活动现金流出量，对外融资需求压力尚可，当期实现筹资活动现金净流出 44.31 亿元。

偿债能力指标方面，截至 2019 年底，由于货币资金的减少以及短期债务的增加，广东能源集团流动比率和速动比率分别较上年底下降 19.92 个和 20.02 个百分点；现金短期债务比较上年底下降至 0.65 倍；但仍保持较高水平。2019 年，广东能源集团 BEITDA 利息倍数增长至 5.44 倍，全部债务/EBITDA 下降至 4.13 倍。考虑广东能源集团融资能力强、现金类资产规模较大，整体偿债能力极强。

母公司财务方面，截至 2019 年底，广东能源集团母公司资产 554.86 亿元、所有者权益 317.28 亿元，规模及结构均较上年底变化不大；同期，广东能源集团母公司负债总额较上年底变化不大，但短期借款较上年底增加 32.97 亿元，长期借款和应付债券分别较上年底减少 31.95 亿元和 25.28 亿元。2019 年，广东能源集团母公司营业收入同比变化不大，但由于投资收益下降以及资产减值损失增加，广东能源集团母公司营业利润同比下降 28.64%；同期，受益于营业外支出减少，利润总额同比增长 19.50%。2019 年，广东能源集团母公司现金流好转，经营活动净现金流由负转正（13.74 亿元）；同期，投资活动和筹资活动净现金流分别为 11.77 亿元和 -19.54 亿元。

截至 2019 年底，广东能源集团对外担保余额为 3.21 亿元，对外担保总额占所有者权益的 0.45%，或有负债风险极低。

截至 2019 年底，广东能源集团共获得银行授信额度 2530.33 亿元，未使用 2014.27 亿元；且广东能源集团旗下拥有上市公司粤电力，直接和间接融资渠道畅通。

根据公开数据，截至 2019 年底，广东能源集团无未结清和已结清的不良信贷信息记录，债务履约情况良好。

综合评估，联合资信确定维持广东能源集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

十一、存续债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月底，公司存续期债券为 2022 年到期兑付的 2.00 亿元“19 粤电开 GN001”和 2023 年到期兑付的 3.00 亿元“20 粤电开 GN001”，单年最高偿付额为 3.00 亿元。

2019 年，公司经营活动现金流入量和现金净流量分别为单年最高偿付额的 1.87 倍和 0.78 倍；公司 EBITDA 为单年最高偿付额的 0.39 倍。整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内债券保障程度尚可。

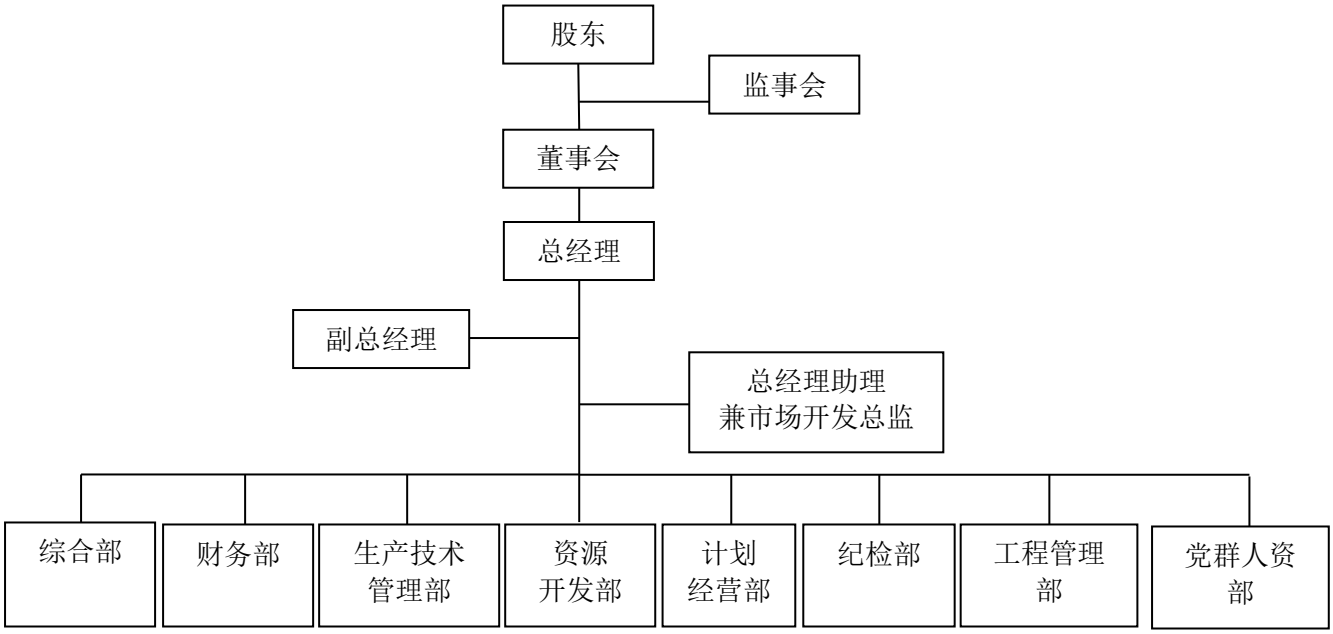
“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”均由广东能源集团提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2019 年，广东能源集团 EBITDA、经营活动现金流入量和现金净流量分别为 142.33 亿元、569.11 亿元和 120.23 亿元；分别为“19 粤电开 GN001”

和“20 粤电开 GN001”本金合计金额 5.00 亿元的 28.47 倍、113.82 倍和 24.05 倍；广东能源集团对“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”的担保能力极强。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 粤电开 GN001”和“20 粤电开 GN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2020年3月底公司组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年底纳入公司合并范围子公司情况

序号	名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）
1	广东海运股份有限公司	远洋运输	18258.38	53.19
2	广州开发区粤电新能源有限公司	发电	30146.98	100.00
3	广东粤电阳西新能源有限公司	发电	19505.00	100.00
4	广东粤电茂名新能源有限公司	发电	25884.00	100.00
5	广东粤电阳西双鱼新能源有限公司	发电	33146.62	78.91
6	广东粤电东莞新能源有限公司	发电	200.00	100.00
7	广东粤电雷州新能源有限公司	发电	15867.00	100.00
8	广东粤电茂南新能源有限公司	发电	19511.48	71.81
9	韶关曲江粤电新能源有限公司	发电	10219.06	63.92
10	广东粤电徐闻新能源有限公司	发电	4691.00	100.00
11	广东粤电惠州新能源有限公司	发电	2235.00	100.00
12	广东粤电德庆新能源有限公司	发电	8637.00	51.37

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	7.85	8.34	8.43	7.82
资产总额(亿元)	49.54	62.33	68.86	70.54
所有者权益(亿元)	33.50	39.14	37.13	37.58
短期债务(亿元)	0.25	0.57	1.00	1.01
长期债务(亿元)	9.32	15.08	21.71	22.60
全部债务(亿元)	9.57	15.65	22.71	23.61
营业收入(亿元)	3.96	5.35	7.04	1.56
利润总额(亿元)	1.53	1.46	-1.71	0.48
EBITDA(亿元)	3.10	3.55	1.18	--
经营性净现金流(亿元)	2.06	1.67	2.35	0.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.68	9.59	3.49	--
存货周转次数(次)	32.72	30.62	33.47	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.10	0.11	--
现金收入比(%)	109.44	103.98	76.24	78.88
营业利润率(%)	33.13	40.09	45.52	40.08
总资本收益率(%)	4.14	3.61	-0.84	--
净资产收益率(%)	4.42	3.59	-3.91	--
长期债务资本化比率(%)	21.76	27.82	36.90	37.56
全部债务资本化比率(%)	22.22	28.57	37.95	38.58
资产负债率(%)	32.37	37.21	46.07	46.72
流动比率(%)	319.00	216.39	183.54	173.21
速动比率(%)	314.98	214.20	181.61	171.89
经营现金流动负债比(%)	74.89	37.25	34.61	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	10.34	6.23	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.09	4.40	19.20	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；长期应付款和租赁负债已调整至长期债务核算

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.56	3.03	2.25	2.21
资产总额(亿元)	29.01	32.52	32.24	32.21
所有者权益(亿元)	28.08	31.62	29.46	29.43
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.00	2.00
全部债务(亿元)	0.00	0.00	2.00	2.00
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.48	-0.09	-1.77	-0.04
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-0.48	-0.53	-2.38	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	--	--	--	--
总资本收益率(%)	1.71	-0.29	-5.64	--
净资产收益率(%)	1.71	-0.29	-6.02	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	6.36	6.36
全部债务资本化比率(%)	0.00	0.00	6.36	6.36
资产负债率(%)	3.20	2.77	8.60	8.64
流动比率(%)	*	*	*	*
速动比率(%)	*	*	*	*
经营现金流动负债比(%)	*	*	*	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；*由于流动负债规模小，相关比率指标数据过大或者过小，无意义

附件 3-1 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	138.87	145.83	111.97
资产总额(亿元)	1380.31	1455.08	1456.25
所有者权益(亿元)	681.20	697.46	718.71
短期债务(亿元)	162.31	154.87	173.53
长期债务(亿元)	404.36	448.45	414.97
全部债务(亿元)	566.67	603.32	588.50
营业收入(亿元)	437.53	458.31	496.91
利润总额(亿元)	49.10	48.41	54.54
EBITDA(亿元)	129.57	129.25	142.33
经营性净现金流(亿元)	71.17	86.49	120.23
财务指标			
销售债权周转次数(次)	10.96	7.93	7.90
存货周转次数(次)	12.80	12.66	12.14
总资产周转次数(次)	0.33	0.32	0.34
现金收入比(%)	117.43	109.92	112.53
营业利润率(%)	18.09	17.01	19.89
总资本收益率(%)	4.45	4.71	4.83
净资产收益率(%)	5.17	5.33	5.36
长期债务资本化比率(%)	37.25	39.13	36.60
全部债务资本化比率(%)	45.41	46.38	45.02
资产负债率(%)	50.65	52.07	50.65
流动比率(%)	87.85	95.01	75.10
速动比率(%)	77.67	84.15	64.13
经营现金流动负债比(%)	25.52	30.36	38.94
EBITDA 利息保护倍数(倍)	5.84	4.82	5.44
全部债务/EBITDA(倍)	4.37	4.67	4.13

注：其他流动负债和长期应付款中有息债务调整至全部债务

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入－营业成本－税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计－存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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，违约风险较高
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

附件 5-2　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}i、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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。详见下表：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-4　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变