



中国南方电网有限责任公司 2016 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】354 号

公司债券信用等级：AAA
主体信用等级：AAA
评级展望：稳定

发债主体：中国南方电网有限责任公司
发债规模：发行规模不超过 50 亿元（含 50 亿元）
债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：项目建设、补充营运资金

评级观点

中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”或“公司”）是以建设运营南方五省（区）电网为核心业务的国有企业。评级结果反映了公司具有区域专营优势，在跨省跨区域及各省电力调度中发挥重要作用，电网建设和农电体制改革不断推进，输配电能力持续增强，现金流对利息和债务保障程度很强等优势；同时也反映了公司盈利模式和盈利能力受政策影响具有一定的不确定性，长期资本对长期资产覆盖水平相对较低等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力极强，本次债券到期不能偿付的风险极小。

预计未来 1~2 年，公司将保持较为稳健的发展态势。综合来看，大公对公司的评级展望为稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	6,424	6,170	5,842	5,546
所有者权益	2,333	2,234	2,020	1,904
营业总收入	3,565	4,723	4,470	4,207
营业收入	3,552	4,707	4,455	4,199
利润总额	124.69	149.53	118.17	97.46
经营性净现金流	651.17	930.40	830.48	714.27
资产负债率(%)	63.68	63.80	65.43	65.67
债务资本比率(%)	51.30	51.67	53.88	56.19
毛利率(%)	6.42	6.06	5.53	6.19
总资产报酬率(%)	-	4.64	4.22	4.16
净资产收益率(%)	4.20	4.89	4.19	3.55
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	6.36	5.84	4.94
经营性净现金流/总负债(%)	16.22	23.98	22.25	20.18

注：2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：王蕾蕾
评级小组成员：王剑龙
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com

主要优势/机遇

- 公司负责南方五省（区）电网的建设和运营，具有很强的区域专营优势；
- 近年来，广东省电力缺口较大，西电东送电量不断增加，公司在跨省跨区域及各省电力调度中发挥重要作用；
- 随着电网建设力度不断加大，农电体制改革不断推进，公司输配电能力持续增强，电网运营效率和管理水平得到提高；
- 近年来公司经营性净现金流对利息和债务保障程度很强。

主要风险/挑战

- 受 2015 年新一轮电力体制改革和电价政策影响，公司未来盈利模式和盈利能力具有一定的不确定性；
- 公司长期资本对长期资产覆盖水平相对较低。

大公国际资信评估有限公司
二〇一六年三月二日

大公信用评级报告声明

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

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

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

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

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

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

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

发债主体

南方电网于 2002 年 12 月 29 日正式挂牌并开始运营，2004 年 6 月 18 日完成工商注册登记手续。公司是按照《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发【2002】5 号）和《关于印发〈中国南方电网有限责任公司组建方案〉和〈中国南方电网有限责任公司章程〉的通知》（发改能源【2003】2101 号）组建的有限责任公司，由中央直接管理，财务关系在财政部单列，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为实际控制人。2012 年 12 月 10 日，根据《关于调整国家电网公司所持中国南方电网有限责任公司部分股权有关事项的通知》（国资收益【2012】1117 号），将国家电网公司（以下简称“国家电网”）所持南方电网的 26.40% 的股权调整到国务院国资委持有，暂由中国国新控股有限责任公司代持，相关法律手续正在办理之中。截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为 600 亿元人民币。公司股东分别为广东省人民政府、中国人寿保险（集团）公司、国家电网和海南省人民政府，持股比例分别为 38.4%、32.0%、26.4% 和 3.2%，国务院国资委代表国务院履行出资人职责，为实际控制人。

公司以经营广东、广西、云南、贵州和海南五省（区）电网业务为主，是国家授权的南方五省（区）电网的建设和运营商，肩负着保证供电安全、规划南方电网、培育南方电力市场及管理电力调度和电力交易的重要职责。2015 年，公司完成售电量 7,822 亿千瓦时，西电东送电量 1,891 亿千瓦时，在世界 500 强公司排名中位列第 113 名。

发债情况

债券概况

本次债券是南方电网面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定并在登记公司开立合格证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）发行的公司债券，发行规模不超过 50 亿元（含 50 亿元），发行期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券采取网下面向合格投资者公开发行的发行方式，债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券无担保。

募集资金用途

本次公司债券拟募集资金 50 亿元人民币，其中 5 亿元将用于固定资产投资项（其中海南琼中抽水蓄能电站项目使用 1 亿元，云南金沙江中游电站送电广西直流输电工程使用 4 亿元），45 亿元将用于补充营运资金。

表 1 本次债券募集资金用途（单位：亿元）

资金用途	核准文件	投资总额	拟使用募集资金额
海南琼中抽水蓄能电站项目	发改能源【2013】379号	39.95	1.00
云南金沙江中游电站送电广西直流输电工程	发改能源【2013】1968号	82.36	4.00
补充营运资金	-	-	45.00
合计	-	122.31	50.00

海南琼中抽水蓄能电站项目包括安装 3 台单机容量 200MW 的可逆式水泵水轮发电机组，总容量 600MW。枢纽建筑物主要由上水库、输水系统、发电厂房及下水库等 4 部分组成。海南琼中抽水蓄能电站以 220 千伏一级电压接入海南电网；项目总投资额为 39.95 亿元，拟以本次债券募集资金投入 1 亿元，占项目总投资额的 2.50%。云南金沙江中游电站送电广西直流输电工程项目建成后可将云南金沙江中游梨园、阿海水电站的清洁水电资源送往广西负荷中心，以满足广西地区用电负荷持续快速增长的需要；项目总投资额为 82.36 亿元，拟以本次债券募集资金投入 4 亿元，占项目总投资额的 4.86%。

宏观经济和政策环境

现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标不能延续以往快速增长态势，主导产业不景气影响社会投资热情，财税增收困难进一步加大，2015 年主要经济指标增速继续放缓，部分指标出现负增长，经济发展处于“新常态”；未来短期内我国经济下行压力仍较大，长期来看经济增速将在中高速区间内持续放缓，经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2015 年，我国实现 GDP67.67 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，持续下降，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比下降 2.2 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比名义增长 10.0%，较 2014 年的 15.7% 降幅明显，其中房地产开发投资仅增长 1.0%。此外，近年来国际国内需求增长减慢，2015 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.7%，进出口总额同比下降 7.0%。2015 年，全国公共财政预算收入同比增长 8.4%，增速较上年有所下滑，政府性基金收入同比下降 21.8%。2015 年，全社会融资规模增量为 15.41 万亿元，同比略有下降，新增人民币贷款 11.72 万亿元。截至 2015 年末，我国广义货币(M2)余额为 139.23 万亿元，同比增长 13.3%。整体来看，现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标不能延续以往快速增长态势，主导产业不景气影响社会投资热情，财税增收困难进一步加大，2015 年主要经济指标增速继续放缓，部分指标出现负增长，经济发展处于“新

常态”。

针对经济下行压力增大、财政增收困难，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和宽松的货币政策基础上，国家继续推进政府债务管理并推行地方政府债券置换，在合理控制地方政府债务的基础上，继续扩大政府支出规模，支持科学合理的政府采购行为，鼓励 PPP 模式，防范和化解政府性债务风险。央行普降金融机构存款准备金率、实施定向降准和下调人民币存贷款基准利率；国务院坚持改革，实施创新驱动发展战略，大力推进大众创业、万众创新，激发全社会创新潜能，培养和催生经济社会发展新动力；发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，通过出台公积金新政、降低二套房首付比例、免征营业税等救市政策，促进房地产市场发展，刺激购房需求入市。2015 年底的中央经济工作会议指出，结构性供给侧改革将是 2016 年经济工作的重心，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是工作的五大任务，国家将继续通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济复苏迹象明显，主要经济指标表现较好，欧元区经济稳中有升，对扩大我国出口产品需求有一定的有利影响，但日本经济出现较大波动，增长疲弱，新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。未来，美欧日俄在经济刺激方面的政策调整、东欧政局的变动以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济下行压力依然较大，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

近年来，受电力总需求增长放缓等不利因素影响，全社会用电量增速持续回落，2015 年达到了历史最低水平；地区经济发展水平与能源资源禀赋的差异性造成用电供需的区域性失衡，全国跨省区送电面临刚性需求，电网投资力度不断加大

电力工业是国民经济发展中基础能源产业，受经济整体运行的波动影响较大，且电力需求的波动幅度要大于 GDP 的波动幅度。2008~2009 年，受全球性金融危机对实体经济的影响，我国 GDP 增速放慢，电力需求增速明显下滑。2010 年全国对外贸易逐步恢复，国内工业生产快速增长，全社会用电量同比增长 14.56%。2011 以来，欧债危机背景下的外需放缓及国内宏观政策紧缩共同导致我国电力总需求增长放缓。2012 年第四季度起，随着我国宏观经济的平稳缓慢回升使得用电量增速止跌回升，同比增长 5.5%；2013 年全社会用电量同比增长 7.5%。2014 年，电力消费增速减缓，全社会用电量为 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比回落 3.8 个百分点，达到 1978 年以来历史最低水平。2015 年，全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，其中第二产业用电量持续下降，制造业用电量同比降幅扩大，四大高载能行业用电量同比下滑，全社会用电量增速同比持续回落。

我国的电力消费以第二产业为主，其中又以重工业消费为主，冶金、化工、有色金属、建材四个行业为电力消耗的主要行业，四大高载能产业电力的消费量约占整个电力消费量的 30%。近年来，受宏观经济低迷影响，加之国家对能源资源紧缺、气候变化、环境污染等问题给予了前所未有的关注，对于高载能产业正在实施逐步的限制和改造政策，以控制其产能和扩张，四大电力消耗行业皆在限制调整范围，其增长率逐步回落，甚至出现负增长，导致全国用电需求增速放缓。

由于我国各区域之间经济发展水平与能源资源禀赋呈现显著差异：水力资源主要分布在西南地区，煤炭资源主要分布在山西、陕西、内蒙古西部以及新疆地区，而华北地区和东部沿海地区经济发展水平较高，用电需求增速较快，由此形成区域性的用电供需失衡。随着电网建设的增加，我国跨区送电量大幅增长。2013 年完成跨区送电量 2,379 亿千瓦时，同比增长 17.9%；跨省输出电量 7,853 亿千瓦时，同比增长 9.1%，四川省为消纳富余水电，通过向上直流和锦苏直流线路外送华东电量 547 亿千瓦时，同比大幅增长 185.8%。2014 年，全国跨区送电量为 2,741 亿千瓦时，同比增长 13.1%；跨省送出电量 8,420 亿千瓦时，同比增长 10.8%。2015 年，全国跨省区送电量同比大幅回落，跨区和跨省送电量分别同比增长 2.8%和-1.8%，增速分别同比降低 10.3 和 12.6 个百分点。

2013~2015 年，电网工程建设分别完成投资 3,894 亿元、4,118 亿元和 4,603 亿元，在电力工程建设投资中的占比分别为 51.16%、

53.04%和 52.94%，电网工程投资金额和在电力工程投资中的占比均保持增长，投资力度不断加大。

电网经营具有自然垄断性质，行业内有限的电网运营主体分区经营，市场结构稳定，有利于降低经营风险，提高收益的稳定性；电网公司经营受到多方监管，收入和盈利水平受国家政策影响较大

电网公司是电力供应行业的运营主体，主要从事电力购销业务，即从发电企业收购上网电量，再经过输配电环节向终端用电客户供电。对于发电企业来讲，电网公司是单一买方，对终端用户来讲，电网公司又是单一卖家，具有自然垄断特性。我国电网划分为多个区域电网，包括东北电网、华北电网、西北电网、华中电网、华东电网和南方电网，其中东北电网、华北电网、西北电网、华中电网、华东电网隶属于国家电网。除内蒙古电力集团有限责任公司经营的内蒙古区域电网以及部分地方电网外，国内电网市场主要由两家公司——国家电网与南方电网分区域经营，市场结构稳定。截至 2015 年末，国家电网供电人口超过 11 亿人，经营区域覆盖国土面积 88%以上；南方电网供电人口 2.3 亿人，经营区域 100 万平方公里。预计到 2020 年，我国将形成“五纵六横”的主网架构造。

作为资源垄断型企业，电网公司承担着为国民经济和人民生活提供安全、可靠、优质电力供应的职责，生产经营受到多方监管。现阶段，我国上网电价和电力销售价格由国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）审批确定，电网公司不具有价格的自主决定权。电网公司的收入和盈利水平受国家政策的影响较大。2013 年 9 月，国家发改委下发了《国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，在保持销售电价水平不变的情况下下调有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，各地未执行标杆电价的统调燃煤发电企业上网电价同步下调，跨省跨区域送电价格标准也进行了适当下调。根据发改价格【2013】1942 号文件通知，从 2013 年 9 月 25 日起，降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，各地未执行标杆电价的统调燃煤发电企业上网电价同步下调，相应提高可再生能源电价附加征收标准，提高环保电价，调整和完善光伏发电价格及补贴政策，火电上网电价平均下降 1.44 分/千瓦时。根据发改价格【2014】1908 号，自 2014 年 9 月 1 日起，适当降低燃煤发电企业上网电价，平均下降 0.93 分/千瓦时，电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导。2015 年 4 月，国家发改委印发《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，自 2015 年 4 月 20 日起，下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，燃煤发电上网电价平均下调约 2 分/千瓦时，工商业用电价格平均下调约 1.8 分/千瓦时。2015 年 12 月，国家发改委印发《国家发展改革委关于燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，全国燃煤火电上网电价平均下调幅度为 3 分/千瓦时，从 2016 年 1 月 1 日起执行。除燃煤发电机组外，我国对新建新能

源机组上网电价也进行了适当下调。2015年12月，国家发展改革委发出《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》，明确根据工程造价降低情况和项目资本金收益率水平，适当降低新建陆上风电和光伏发电上网标杆电价¹。连续的电价下调将有助于提升电网企业盈利能力。

总体来看，电网经营具有自然垄断性质，行业内有限的电网运营主体分区经营，市场结构稳定，有利于降低经营风险，提高收益的稳定性。连续的电价下调有助于改善电网公司的盈利水平，预计未来，火电企业仍将面临一定的上网电价下调风险，电网公司的盈利水平有进一步提升的空间。

随着电力体制改革的深入，新电改政策密集出台将有力推动电力市场化进程，我国电力行业产业链竞争格局或将改变，电网企业经营模式和盈利水平将面临一定的不确定性

继2014年深圳输配电价改革试点后，2015年3月，新一轮电力体制改革伴随着《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发【2015】9号）的出台正式开始，新电改明确了“三放开、一独立、三强化²”的基本思路，各部委陆续出台电改配套政策，内容涉及发电侧新能源接纳、输配电价试点、售电侧需求管理以及跨省（区）电价形成机制等，指出试点先行、积极稳妥地建立公平、规范、高效的电力交易机制的总体要求。2015年11月，关于输配电价格改革、电力市场建设、电力交易机构组建、有序放开发用电计划、售电侧改革以及规范燃煤自备电厂监督管理等六个方面的配套文件出台，在各方利益主体博弈过程中，试点区域的广度和配套措施的深度均不断推进，电网公司运营模式将由原有的购销价差向成本加合理收益转变，预计较现有盈利水平将有所下降，出让的利润空间将由发、售、用三方共享；在原有电网公司的基础上建立北京、广州两个电力交易中心，推进发、用电主体不同优先级的直接交易，明确发电公司、电网公司、售电公司及用户在配售电环节的职能定位。售电侧参与主体也将呈现多元化，发电和售电侧将展开电量和电价的双重竞争，由于水电面临一定的成本优势，盈利空间有望提升，而火电业绩受内部竞争加剧和环保要求不断提升的影响将出现一定分化，可再生能源电量全额收购则为风电、光伏发电等提供运营稳定性的保障。随着新电改进程的不断推进，电力市场公平性和竞争性将不断提升，电网公司和拥有售电牌照及客户资源的发电公司或将具有售电侧市场的先发优势，推动业绩实现增长。

预计未来，随着新电改政策密集出台，电力市场化进程将得到有力推动，电力行业产业链竞争格局或将改变，电网企业未来发展有一

¹ 对陆上风电项目上网标杆电价，2016年、2018年一类、二类、三类资源区分别降低2分钱、3分钱，四类资源区分别降低1分钱、2分钱。对光伏发电标杆电价，2016年一类、二类资源区分别降低10分钱、7分钱，三类资源区降低2分钱。

² 有序放开输配以外的竞争性环节电价，向社会资本放开配售电业务，放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立；强化政府监管，强化电力统筹规划，强化电力安全高效运行和可靠供应。

定的政策不确定性。

广东省是全国用电负荷最大的省份，电力缺口较大，西电东送电量不断增加，公司在跨省跨区域及各省电力调度中仍将发挥重要作用；2015年以来，南方电网五省（区）用电量增速同比下降明显

广东省经济较为发达，是全国的用电负荷中心，省内以火电为主，难以满足本省用电需求，电力缺口较大，对西电东送电量有较大需求。2012~2014年，西电东送作为南方电网最主要的长距离送电工程，送电量分别为1,005亿千瓦时、1,305亿千瓦时和1,713亿千瓦时；同期西电送广东电量分别为1,048.15亿千瓦时、1,111.28亿千瓦时和1,459.47亿千瓦时，分别同比增长22.95%、6.02%和31.33%。2015年，南方电网完成西电东送电量1,891亿千瓦时，同比增长9.8%。由于各省自身特点不同，广东省经济较发达，2015年广东省用电量为其他四省（区）用电量之和的1.26倍，电力缺口较大，对跨省跨区域送电有刚性需求。目前西电东送形成了“八交八直”³共16条500千伏及以上大通道，最大输送能力3,500万千瓦。预计未来1~2年，公司在跨省跨区域及各省电力调度中仍将发挥重要作用。

表2 2015年南方电网五省（区）电力供需情况（单位：亿元、亿千瓦时、%）

省（区）	GDP	用电量增速	用电量	发电量	电力缺口
广东	72,812.55	1.44	5,311	3,900	-1,410
广西	16,803.12	2.01	1,334	1,228	-107
海南	3,702.76	8.19	271	245	-26
贵州	10,502.56	0.04	1,174	1,741	567
云南	13,717.88	-5.94	1,439	2,352	914

数据来源：根据公开资料整理

2015年，受工业用电量减少和电力供求关系宽松影响，南方电网全网统调最高负荷1.42亿千瓦，同比增长4%，增速同比下降1.6个百分点；供电区域全社会用电量9,628亿千瓦时，同比增长0.4%，增速同比下降6.5个百分点。截至2015年末，南方电网全口径发电装机容量2.67亿千瓦，110千伏及以上变电容量为7.9亿千伏安，输电线路总长度达到19.9万公里。2016年1月，南方电网经营区域用电量自2015年7月以来继续负增长，五省（区）全社会用电量为685亿千瓦时，同比下降2.7%，其中广东同比下降0.8%、广西下降3.0%、云南下降6.4%、贵州下降9.4%、海南增长4.9%，用电量增速同比下降明显。

整体来看，我国电网公司在电力行业乃至国民经济发展中处于基础地位，随着电力生产能力持续增强，电网公司输配电的基本职能不会发生重大改变。

³ “八交八直”为500千伏天广交流四回，贵广交流四回；±500千伏天广直流、三广直流各一回，溪洛渡送广东直流两回，贵广直流两回，±800千伏云广特高压直流、糯扎渡送广东特高压直流各一回。

经营与竞争

输配电业务是公司主要的收入和利润来源，近年来随着区域内用电量的增加和连续的上网电价下调，公司收入和利润持续增加，毛利率不断上升

公司主要从事广东、广西、云南、贵州及海南五省（区）的输配电业务，负责南方五省（区）电网的建设和运营，具有区域专营优势。近年来，随着区域经济持续发展和用电量不断增加，公司输配电业务收入面临良好的发展环境；同时，全国用电负荷最大的广东省以火力发电为主，难以满足本省需求，公司通过西电东送工程将西南省份的优质水电送往广东省，西电东送电量不断增加。输配电量的增加是公司营业收入稳定增长的最主要因素。

表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司营业收入和毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	3,552	100.00	4,707	100.00	4,455	100.00	4,199	100.00
主营业务	3,536	99.54	4,686	99.54	4,438	99.61	4,182	99.60
其中：电力	3,478	97.90	4,609	97.90	4,356	97.77	4,099	97.61
施工	46	1.29	61	1.29	53	1.20	62	1.47
其他	12	0.34	16	0.34	28	0.64	22	0.52
其他业务	16	0.46	22	0.47	17	0.39	17	0.40
毛利润	228	100.00	285	100.00	246	100.00	260	100.00
主营业务	224	98.15	280	98.06	242	98.39	256	98.46
其中：电力	211	92.48	263	92.13	223	90.58	235	90.46
施工	5	2.26	7	2.32	7	2.79	8	3.14
其他	8	3.41	10	3.61	12	5.02	13	4.87
其他业务	4	1.85	6	1.94	4	1.61	4	1.54
毛利率	6.42		6.06		5.53		6.19	
主营业务	6.33		5.97		5.46		6.12	
其中：电力	6.07		5.70		5.12		5.74	
施工	11.23		10.88		12.89		13.22	
其他	63.85		63.71		43.47		58.15	
其他业务	25.69		25.40		22.97		23.75	

数据来源：根据公司提供资料整理

2012~2014 年，公司电力收入在营业收入中的占比均在 97%以上，电力业务毛利润在公司毛利润中占比由 2012 年的 87.43%上升为 2014 年的 92.13%，电力业务是公司收入和利润的主要来源。公司主营业务中的施工和其他业务主要是电力工程的设计、施工、修造和金融类业务等，在营业收入中的占比较小。

从毛利率来看，公司盈利水平受电力购销差价影响较大，由于我国上网电价和销售电价受到国家管控，公司整体盈利水平不高；在销售电价不调整的情况下，上网电价的下调有助于改善公司的盈利水平。同时，由于水电上网电价较低，受 2013 年各大流域来水偏枯影响，水电发电量较少，一定程度上拉低了公司电力业务的毛利率。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 3,552.04 亿元，同比增长 0.92%；毛利率同比减少 0.16 个百分点。

预计未来 1~2 年，公司以输配电为主要收入来源的结构不会改变，随着地区经济的发展，南方五省（区）的电力需求将会保持稳定，短期内公司输配电收入将保持稳定增长。

近年来，公司负责南方五省（区）电网的建设和运营，保持区域专营优势；各省（区）电网特色突出，公司在跨省、跨区域及各省内网的电力调度中发挥重要作用

公司负责南方五省（区）电网的建设和运营，覆盖广东、广西、云南、贵州和海南五省（区），经营覆盖面积 100 万平方公里，供电总人口 2.3 亿人，区域专营优势显著。截至 2015 年末，全网总装机 2.67 亿千瓦，占全国装机总量的 17.68%⁴；110 千伏及以上变电容量 7.9 亿千伏安，输电线路总长度 19.9 万公里，已形成“八交八直”16 条 500 千伏及以上主网架，最大输电能力超过 3,400 万千瓦。2014 年，公司完成售电量 7,859 亿千瓦时，西电东送量 1,723 亿千瓦时。2015 年，公司完成售电量 7,822 亿千瓦时，同比下降 0.5%；西电东送量 1,891 亿千瓦时，同比增长 9.8%。

公司电源结构不断优化，截至 2015 年末，南方电网非化石能源装机容量占总装机容量的 49%，高于全国 35% 的平均水平；非化石能源发电量占总发电量的 49%，高于全国 28% 的平均水平；截至 2015 年末，公司全网装机中，火电装机 1.37 亿千瓦、水电装机 1.09 亿千瓦、核电装机 1,003 万千瓦，分别占全网装机的 51.3%、40.8% 和 3.7%。

广东电网是目前全国最大的省级电网，以珠江三角洲地区 500 千伏主干环网为中心，通过“八交八直”高压输电线路以及鲤曲线与中西部电网联网、1 回 500 千伏交流海缆与海南电网相联、4 回 400 千伏线路与香港中华电力系统互联、3 回 220 千伏电缆和 4 回 110 千伏线路向澳门地区供电。截至 2014 年末，广东境内电源装机容量 9,085 万千瓦，拥有 35 千伏及以上公用变电站 2,369 座，变电容量 80,333 万千瓦安，输电线路 70,187 公里。截至 2015 年末，广东 6 千万以上电源装机容量达到 9,935.40 万千瓦。

广西电网地处南方电网腹部，500 千伏天广交流四回线、贵广交流双回线、贵广直流、天广直流自西向东横穿整个广西电网。截至 2014 年末，境内电源装机容量达 3,215 万千瓦，拥有 35 千伏及以上公用变

⁴ 根据中国电力企业联合会统计，截至 2015 年末，全国发电总装机容量为 15.1 亿千瓦。

电站 1,769 座, 变电容量 8,592 万千伏安, 输电线路 64,388 公里。截至 2015 年末, 广西 6 千万以上电源装机容量达到 3,455.78 万千瓦。

云南电网以昆明地区 220 千伏环网为中心, 向四周呈辐射分布的网架结构, 形成了完整的 500 千伏“日”字形环形网。截至 2014 年末, 境内电源装机容量达 7,078 万千瓦, 拥有 35 千伏及以上公用变电站 1,113 座, 变电容量 11,373 万千伏安, 输电线路 62,576 公里。截至 2015 年末, 云南 6 千万以上电源装机容量达到 7,671.07 万千瓦。

贵州电网以中部 500 千伏“日”字形环网为中心, 向北、向东延伸出 500 千伏主干网架和 500 千伏黔电送粤“五交两直”通道, 外送能力已达 900 万千瓦。截至 2014 年末, 境内电源装机容量达 4,573 万千瓦, 拥有 35 千伏及以上公用变电站 689 座, 变电容量 8,197 万千伏安, 输电线路 43,175 公里。截至 2015 年末, 贵州 6 千万以上电源装机容量达到 5,065.53 万千瓦。

海南电网通过于 2009 年投产的 178 公里 500 千伏福港线(其中海底电缆 35 公里)与南方电网主网联网运行, 结束海南孤网运行历史。截至 2014 年末, 境内电源装机容量达 504 万千瓦, 拥有 35 千伏及以上公用变电站 271 座, 变电容量 1,416 万千伏安, 输电线路 8,812 公里。截至 2015 年末, 海南 6 千万以上电源装机容量达到 634.92 万千瓦。

综合来看, 公司负责南方五省(区)电网的建设和运营, 保持区域专营优势; 各省(区)电网特色突出, 公司在跨省、跨区域及各省内网的电力调度中发挥重要作用。

电网建设力度不断加大使公司输配电能力持续增强; 农网改造和“走出去”战略的稳步推进提高了电网运营效率和管理水平

公司自成立以来, 电网建设不断向前推进, 输配电能力持续增强。2003~2015 年, 公司售电量从 2,575 亿千瓦时增长到 7,822 亿千瓦时, 年均增长 10.4%; 西电东送电量从 267 亿千瓦时增长到 1,891 亿千瓦时, 年均增长 18.8%; 全网 110 千伏及以上变电容量从 2 亿千伏安增长到 7.9 亿千伏安, 线路长度从 7.3 万公里增长到 19.9 万公里, 分别增长了近 2.9 倍和 1.7 倍。

南方电网交直流混合运行, 形成了电网安全稳定与控制技术、电网经济运行技术、设备集成应用技术是南方电网的三大核心技术, 并在这些方面取得了一批国际先进、拥有自主知识产权的科研成果, 其中“高压直流输电工程成套设计自主化技术开发与工程实践”荣获 2011 年国家科技进步奖一等奖, 标志着南方电网在超高压输电领域处于世界领先地位。

截至 2014 年末, 公司主要在建项目包括云南普洱至广东江门±800 千伏直流输电工程(以下简称“糯扎渡直流工程”)、清远抽水蓄能电站、深圳抽水蓄能电站等。其中糯扎渡直流工程额定输电容量 500 万千瓦, 输电距离约 1,451 千米, 总投资 159.93 亿元, 20%为资本金。

2014年4月，糯扎渡直流送出工程已顺利投运双极高端、极1低端；2015年4月，糯扎渡直流普洱接地极工程主体施工完成。依托该工程，公司完成了“特高压输变电系统开发与示范”重大科研项目，完成国家和行业标准25项，其中国家标准20项；申请及已获专利106项。国际电工委员会(IEC)将制定特高压标准的任务交由中国完成，其中，特高压直流部分主要由公司承担。清远抽水蓄能电站距离广州市直线距离75公里，总装机容量为128万千瓦，总投资49.85亿元。深圳抽水蓄能电站位于深圳市盐田区和龙岗区，安装4台30万千瓦立轴单级混流可逆式水轮发电机组，总装机容量120万千瓦，项目总投资59.79亿元，计划2017年建成投产。

表4 2010~2015年公司电网建设、运行基本情况

指标	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
固定资产投资(亿元)	834	846	823	858	900	993
输电线路长度*(万千米)	19.9	18.9	18.2	16.6	16.3	15.2
变电容量*(亿千伏安)	7.9	7.7	7.3	6.9	6.4	5.8
并网机组容量(亿千瓦)	2.67	2.43	2.25	2.02	1.88	1.69
售电量(亿千瓦时)	7,822	7,859	7,433	7,010	6,667	6,027
线损率(%)	-	-	6.02	6.06	5.35	6.28
西电东送电量(千瓦时)	1,891	1,723	1,314	1,243	966	1,117
公司财富500强排名(位)	113	115	134	152	149	156

注：*代表110千伏及以上输电线路。

数据来源：根据公开资料整理

截至2014年末，公司主要拟建项目包括总投资39.95亿元的海南琼中抽水蓄能电站、总投资16.02亿元的阳江核电一期接入系统工程和总投资15.15亿元的糯扎渡直流受端配套交流工程等。未来公司仍将主要建设电网工程和调峰类电源工程。

公司不断推进农电体制改革，整合资源，提高电网运营效率和管理水平。公司采用村电共建，支部联建，帮扶共建等模式，转变供电模式，加强农网改造配套项目建设，2010年新一轮农网改造升级以来，截至2014年末，公司累计完成农网改造升级投资1,067亿元、新建和扩建35~110千伏变电站1,223座、新建和改造农村配电网线路50万公里、一户一表改造372.85万只。

公司是国务院确定的大湄公河次区域⁵电力合作中方执行单位，率先实施“走出去”战略，加强与大湄公河次区域国家和港澳地区的电力合作。截至2015年末，公司累计向越南送电315亿千瓦时，向老挝送电10亿千瓦时，从缅甸进口电量125亿千瓦时。2015年，公司向香港的送电量占其用电量的25%；向澳门的送电量占其用电量的90%。

预计未来，公司将持续投资发展电网工程建设，输配电能力将持

⁵ 大湄公河次区域是指湄公河流域的6个国家和地区，包括柬埔寨、越南、老挝、缅甸、泰国和我国云南省。

续增强。一方面，投资将增大未来成本支出，增加公司融资需求；另一方面，投入运营的电网项目将为公司带来充裕的现金流和利润。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为 600 亿元人民币。公司股东分别为广东省人民政府、中国人寿保险（集团）公司、国家电网和海南省人民政府，持股比例分别为 38.4%、32.0%、26.4%和 3.2%。公司为大型中央直属企业，国务院国资委履行出资人职责，为实际控制人。公司设立董事会，接受国务院派出的国有企业监事会监督。

战略与管理

公司在接受政府监管的同时，积极培育电力市场，协助政府维护电力市场秩序，实现电力市场的规范化运营。公司计划到 2020 年，结合西部能源资源，促进西电东送可持续发展，稳步推进南方电网与东南亚联网工作，拓展南方电网发展空间。南方电网主网架和各省（区）输配电网协调发展，成为服务经济社会科学发展的“绿色平台”。

公司建立和完善了各类内部控制制度，包括人事管理制度、财务管理制度、关联交易制度、投融资管理制度、担保管理制度、资产管理制度、预算管理制度、安全生产管理制度、金融衍生业务管理制度、信息披露制度、分/子公司管理制度及分/子公司的人力资源及薪酬、资产管理和财务管理等方面的制度，制度建设健全，体系较为完善。

根据中委【2015】372 号、国资任字【2015】85 号、国资任字【2015】44 号和国资任字【2015】45 号文件，任命曹志安为公司总经理和董事，免去钟俊公司总经理和董事职务，免去肖鹏、祁达才副总经理和董事职务。根据公司公告，以上人事变动不影响公司的日常管理、生产经营、偿债能力及董事会决议有效性。

抗风险能力

作为中央管理的大型国有企业，在南方电网发展和南方电力资源优化配置中发挥主导作用，公司承担实施国家西部大开发、西电东送战略的重要任务，协助政府调整电力结构，保证电力工业持续快速健康发展。总体而言，公司具有极强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月财务报表。中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012 年财务报表进行了审计，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013~2014 年财务报表进行了分别审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。

资产质量

近年来，随着公司不断加大电网建设投资力度，其资产规模逐年扩大，资产结构保持稳定

随着公司不断加大电网建设投资力度，其资产规模继续扩大。2012~2014年末，公司总资产年均复合增长率为5.48%；截至2015年9月末，公司资产总额进一步增加，达到6,424亿元。

2012~2014年末，公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和预付款项为主。货币资金以银行存款为主。应收账款主要为应收电费，随着电力业务规模的扩大，近年来应收账款不断增加，从账龄看，截至2014年末，1年以内的应收账款占比为65.13%，5年以上应收账款占比为16.48%。2012~2014年末，其他应收款持续减少，2014年末，公司1年以内其他应收款占比为33.27%，5年以上其他应收款占比为45.62%，计提坏账比例较高。预付款项主要为工程往来款，近年来呈下降趋势。2015年9月末，公司流动资产规模较2014年末大幅扩大，主要是由于新增债务导致货币资金较2014年末增长27.78%，同时金融同业业务规模增加导致买入返售金融资产和拆出资金较2014年末分别增加75.73亿元和45.00亿元所致。

表5 2012~2014年末及2015年9月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年9月末		2014年末		2013年末		2012年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	6,424	100.00	6,170	100.00	5,842	100.00	5,546	100.00
流动资产	738	11.49	450	7.29	455	7.78	452	8.14
货币资金	262	4.07	205	3.32	227	3.88	183	3.29
应收账款	72	1.12	33	0.53	21	0.37	13	0.24
其它应收款	69	1.07	41	0.66	51	0.88	89	1.60
预付款项	70	1.09	68	1.11	77	1.31	88	1.59
非流动资产	5,686	88.51	5,720	92.71	5,388	92.22	5,094	91.86
固定资产	4,378	68.15	4,601	74.57	4,488	76.82	4,121	74.31
在建工程	968	15.07	784	12.71	686	11.74	770	13.89

2012~2014年末，公司资产结构保持稳定，以非流动资产为主。非流动资产以固定资产和在建工程为主，同期保持增长。固定资产主要为机械设备、房屋建筑物和电子设备；在建工程有所波动，主要为直流工程及抽水蓄能电站项目。随着公司建设力度的不断加大，固定资产规模将持续增长。截至2015年9月末，公司固定资产有所减少，在建工程则较2014年末有所增加。

截至2014年末，公司受限资产主要为用于担保的资产，账面价值为3.94亿元，在总资产中的比重为0.06%，包括房屋、建筑物及机器设备等，以及用于质押借款的部分电费收费权。

整体而言，随着公司不断加大电网建设投资力度，其资产规模逐

年扩大，资产结构保持稳定。随着电网建设和农电改造的不断投入，预计未来1~2年资产规模仍将继续保持增长。

资本结构

近年来，公司负债规模保持增长，负债结构较稳定；长期资本对长期资产覆盖水平相对较低

2012~2014年末，公司负债总额保持增长，年均复合增长率为3.96%，以非流动负债为主，负债结构较稳定。同期，公司资产负债率呈小幅下降趋势。截至2015年9月末，公司负债规模为4,091亿元，其中非流动负债占58.21%，资产负债率为63.68%。

2012~2014年末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2014年末，公司短期借款为25.85亿元，其中质押借款0.60亿元、抵押借款2.11亿元、保证借款0.06亿元，其余均为信用借款。应付账款主要为未完工工程款，燃料费等，2014年末，一年以内的应付账款占比87.93%；公司其他应付款主要为电网项目建设的部分未结工程款和质保金等，主要集中在一年以内。2015年9月末，流动负债较2014年末有所减少。

非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2014年末，公司长期借款为1,623.50亿元，以信用借款为主；应付债券主要为2002年以来公司发行的企业债券和中期票据。2015年9月末，公司新增长期借款和新发债券使非流动负债总额较2014年末有所增加。

表6 2012~2014年末及2015年9月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年9月末		2014年末		2013年末		2012年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	1,709	41.79	1,758	44.67	1,677	43.88	1,484	40.75
非流动负债合计	2,381	58.21	2,178	55.33	2,145	56.12	2,158	59.25
负债总额	4,091	100.00	3,936	100.00	3,823	100.00	3,642	100.00
有息负债合计	2,457	60.07	2,388	60.67	2,360	61.74	2,442	67.04
短期借款	21	0.52	26	0.66	125	3.28	108	2.96
应付票据	18	0.45	2	0.04	3	0.07	0	0.01
一年内到期的非流动负债	110	2.69	271	6.88	169	4.42	248	6.80
长期借款	1,726	42.19	1,624	41.25	1,650	43.17	1,734	47.60
应付债券	582	14.22	466	11.84	413	10.81	352	9.67
资产负债率	63.68		63.80		65.43		65.67	

2012~2014年末，公司有息负债规模有所波动，以长期有息负债为主，有息负债占总负债规模比例保持在60%以上。截至2015年9月末，公司短期有息负债在有息负债总额中占比6.09%。

2012~2014年末及2015年9月末，公司流动比率分别为0.30倍、



0.27 倍、0.26 倍和 0.43 倍，速动比率分别为 0.29 倍、0.25 倍、0.23 倍和 0.41 倍，短期偿债指标表现较弱，符合电网企业行业特征；同期，长期资产适合率分别为 79.73%、77.31%、77.13%和 82.91%，长期资本对长期资产覆盖水平相对较低。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司所有者权益分别为 1,903.82 亿元、2,019.92 亿元、2,233.58 亿元和 2,332.87 亿元，保持增长；同期，资本公积分别为 802.07 亿元、842.51 亿元、943.27 亿元和 1,073.66 亿元。2013 年资本公积增加主要为收到的财政部下拨国有资本经营预算资金 12 亿元、农网改造升级工程资本金 12.04 亿元和无偿接收用户资产增加资本金 15.84 亿元，2014 年资本公积增加主要为收到的农网改造升级工程资本金 11.20 亿元，分别导致当年资本公积同比增加。

截至 2014 年末，公司未决诉讼或仲裁形成的或有负债为 7.64 亿元，对其他单位提供债务担保形成的或有负债为 1.76 亿元，担保比率为 0.08%，代偿风险较小。

总体来看，近年来，公司负债规模保持增长，负债结构较稳定；流动比率和速动比率保持在较低水平，长期资本对长期资产覆盖水平相对较低。预计未来 1~2 年，随着公司电力项目投资的增长，负债规模将持续扩张。

盈利能力

受益于电力需求增加，公司营业收入保持增长，但毛利率在一定程度上受电价政策限制；农网还贷补贴是公司营业利润的重要补充

随着新的输、配电项目陆续投产，南方电网主网结构逐步完善，供电能力不断增强，公司经营规模持续扩大，营业收入持续稳定增长，电价政策的调整对公司毛利率产生一定限制。2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长率为 5.88%。

2012~2014 年，公司期间费用在营业收入的比重在 3.50%左右，以财务费用为主。公司营业外收入主要由政府补助构成，以农网还贷补贴收入为主，是公司营业利润的重要补充。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 3,552.04 亿元，同比增长 0.92%；毛利率同比减少 0.16 个百分点。同期，公司投资收益由于出售持有股票，同比大幅增加，导致利润总额和净利润分别同比增长 17.37%和 13.41%。

表 7 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司收入、成本费用及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	3,552.04	4,707.49	4,454.94	4,199.27
营业成本	3,323.92	4,422.25	4,208.50	3,939.27
毛利率	6.42	6.06	5.53	6.19
期间费用/营业收入	3.04	3.30	3.26	3.65
期间费用合计	108.04	155.22	145.34	153.12
营业费用	4.12	5.91	5.36	4.49
管理费用	9.34	14.60	15.23	16.52
财务费用	94.58	134.71	124.75	132.12
投资收益	20.17	8.11	1.68	1.83
营业利润	116.53	110.90	85.48	75.36
政府补助	-	37.75	38.38	30.00
利润总额	124.69	149.53	118.17	97.46
净利润	98.03	109.33	84.54	67.62
总资产报酬率	-	4.64	4.22	4.16
净资产收益率	4.20	4.89	4.19	3.55

预计未来 1~2 年，随着南方五省用电需求的持续增长，公司收入水平将保持持续增长的趋势，同时，公司盈利能力在一定程度上受国家电价政策影响。

现金流

近年来，公司现金流获取能力较强，对利息和债务保障能力很强

公司经营性净现金流持续增长，现金获取能力较强。2012~2014 年，随着公司营业收入的增长，公司经营性净现金流保持增长，年均复合增长率为 14.13%。同期，经营性净现金流利息保障倍数、经营性净现金流/流动负债和经营性净现金流/总负债均保持增长，对利息和债务的保障程度不断提高。

2012~2014 年，公司投资性净现金流随公司投资建设项目规模变化有所波动；同期，筹资性净现金流随着公司偿还债务支出现金规模的增加，致使筹资性净现金流呈净流出且流出规模不断增加。

表 8 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司现金流情况（单位：亿元、倍、%）

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	651.17	930.40	830.48	714.27
投资性净现金流	-350.55	-810.46	-744.90	-746.94
筹资性净现金流	-232.84	-149.18	-45.22	3.89
经营性净现金流利息保障倍数	-	6.36	5.84	4.94
经营性净现金流/流动负债	37.56	54.16	52.54	50.86
经营性净现金流/总负债	16.22	23.98	22.25	20.18



2015年1~9月,公司经营性净现金流同比减少7.37%,投资性净现金流同比增长31.54%,筹资性净现金流同比减少74.92%。其中,筹资性净现金流减少的主要原因为公司偿还到期债务所致。

总体看来,公司所在业务领域的特有经营模式使其享有较强的现金流获取能力。作为全国仅有的两家跨区域超大型输配电运营商之一,公司在行业中的垄断地位不受竞争威胁,随着区域内经济发展,区域内用电量将继续保持增长,公司将继续保持较强的现金流获取能力,对利息和债务有很强的保障能力。

偿债能力

近年来,随着公司不断加大电网建设投资力度,其资产规模逐年扩大,资产结构保持稳定。由于电力行业特点决定了公司资产结构中非流动资产占比较高,流动比率和速动比率保持在较低水平。受益于电力需求增加,公司营业收入保持增长,但毛利率在一定程度上受电价政策限制保持较低水平,农网还贷补贴成为公司营业利润的重要补充。2012~2014年,公司EBITDA利息保障倍数分别为4.74倍、5.19倍和6.02倍,EBITDA对利息的保障能力不断增强。公司经营性净现金流创造能力较强,经营性净现金流对利息和债务的保障能力较强。

近年来,公司负债规模保持增长,但由于电网建设投资大规模增加,公司资产规模大幅增加,使得公司资产负债率有所下降。公司在国民经济发展中占有重要地位,其在电网行业的垄断地位和输送电量的不断增加保障了营业收入的持续增长,有利于公司偿债能力的提升。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》,截至2016年3月1日,公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日,公司在债券市场发行的债务融资工具均按期兑付利息及本金。

结论

作为全国仅有的两家跨区域电网经营公司之一,公司在南方五省地区的跨区域输变电工程和联网工程的投资、建设与经营方面具有专营优势。近年来随着全国电力需求的增加,跨省跨区域送电面临刚性需求,公司营业收入持续增长。随着电网建设和农电体制改革不断推进,输配电能力持续增强。公司现金流获取能力很强、对利息和债务保障程度很强,但是盈利模式和盈利能力受政策影响具有一定的不确定性,负债规模的扩大使公司流动比率和速动比率仍保持在较低水平,长期资本对长期资产覆盖水平也相对较低。整体来看,公司偿还债务的能力极强。

综合分析,公司偿还债务的能力极强,本次债券到期不能偿付的风险极小。预计未来1~2年,公司仍将保持较为稳定的投资规模,不



断加大公司电网建设力度、增强公司输配电能力、推进农电体制改革，公司电网投资和运营将进一步加强，公司仍将会保持较为稳健的发展态势。因此，大公对南方电网的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对中国南方电网有限责任公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

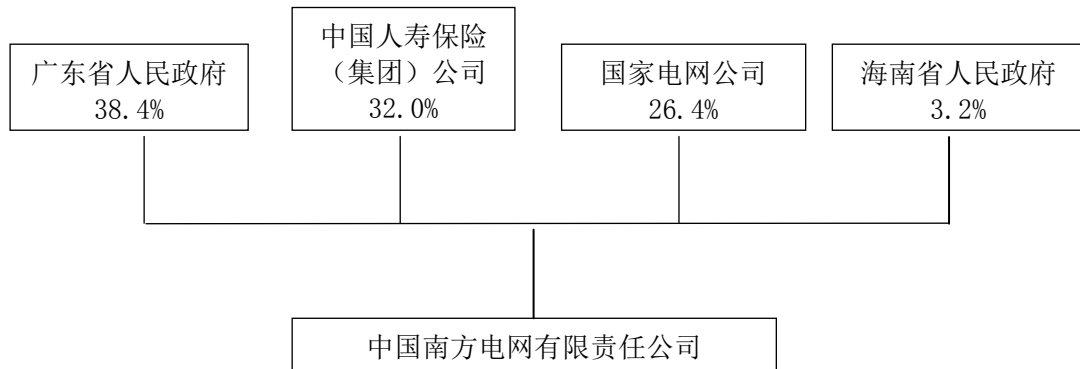
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

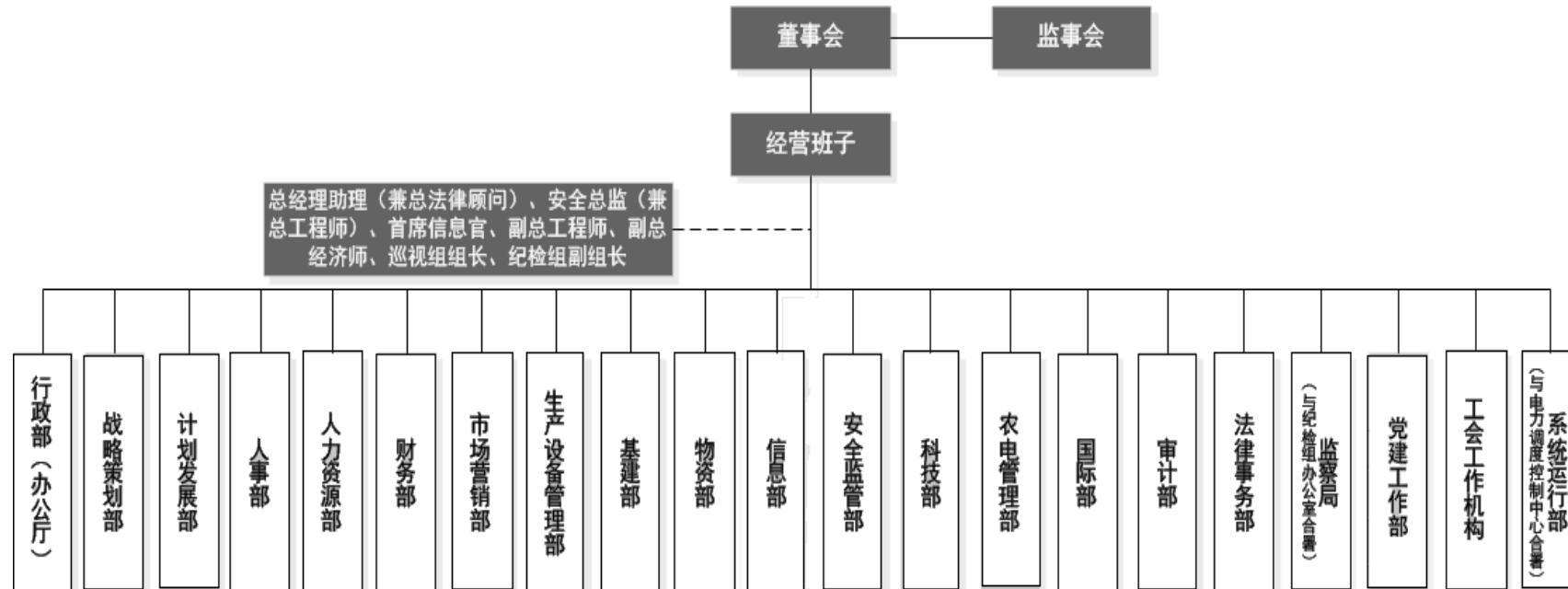
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2015 年 9 月末中国南方电网有限责任公司股权结构图⁶



⁶ 2012 年 12 月 10 日，根据《关于调整国家电网公司所持中国南方电网有限责任公司部分股权有关事项的通知》（国资收益【2012】1117 号），将国家电网公司所持南方电网的 26.40% 的股权调整到国务院国资委持有，暂由中国国新控股有限责任公司代持，相关法律手续正在办理之中。

附件 2 截至 2015 年 9 月末中国南方电网有限责任公司组织结构图





附件 3 中国南方电网有限责任公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	2,617,542	2,048,507	2,265,439	1,825,134
应收账款	721,854	328,348	214,343	131,271
其他应收款	688,425	406,352	513,905	887,783
预付款项	700,103	682,611	766,569	880,147
存货	435,247	387,584	298,166	280,190
买入返售金融资产	1,027,250	270,000	41,850	0
拆出资金	500,000	50,000	0	0
流动资产合计	7,378,381	4,499,837	4,546,077	4,515,735
固定资产	43,775,696	46,005,673	44,879,519	41,213,003
在建工程	9,681,714	7,840,740	6,857,817	7,701,503
无形资产	1,108,105	1,088,253	1,014,527	898,031
非流动资产合计	56,859,440	57,196,827	53,878,714	50,941,635
资产总计	64,237,821	61,696,665	58,424,791	55,457,370
占资产总额比 (%)				
货币资金	4.07	3.32	3.88	3.29
应收账款	1.12	0.53	0.37	0.24
其他应收款	1.07	0.66	0.88	1.60
预付款项	1.09	1.11	1.31	1.59
存货	0.68	0.63	0.51	0.51
流动资产合计	11.49	7.29	7.78	8.14
固定资产	68.15	74.57	76.82	74.31
在建工程	15.07	12.71	11.74	13.89
无形资产	1.73	1.76	1.74	1.62
非流动资产合计	88.51	92.71	92.22	91.86
负债类				
短期借款	213,099	258,547	1,252,986	1,077,469
应付账款	4,903,509	5,449,278	4,963,661	4,639,083
预收款项	1,096,572	1,055,122	847,707	756,636
应付职工薪酬	1,114,154	1,062,615	1,055,321	1,036,499
其他应付款	6,631,062	4,402,499	3,914,354	3,443,148
一年内到期的非流动负债	1,099,819	2,708,947	1,689,630	2,476,203
其他流动负债	1,091,084	2,006,524	2,511,463	1,004,769
流动负债合计	17,094,236	17,580,544	16,773,611	14,841,200
长期借款	17,258,050	16,235,009	16,500,767	17,336,759

附件 3 中国南方电网有限责任公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
应付债券	5,817,585	4,661,933	4,131,563	3,521,903
非流动负债合计	23,814,889	21,780,341	21,452,027	21,577,948
负债合计	40,909,125	39,360,885	38,225,638	36,419,148
占负债总额比 (%)				
短期借款	0.52	0.66	3.28	2.96
应付账款	11.99	13.84	12.99	12.74
预收款项	2.68	2.68	2.22	2.08
应付职工薪酬	2.72	2.70	2.76	2.85
其他应付款	16.21	11.18	10.24	9.45
一年内到期的非流动负债	2.69	6.88	4.42	6.80
其他流动负债	2.67	5.10	6.57	2.76
流动负债合计	41.79	44.67	43.88	40.75
长期借款	42.19	41.25	43.17	47.60
应付债券	14.22	11.84	10.81	9.67
非流动负债合计	58.21	55.33	56.12	59.25
权益类				
少数股东权益	397,795	384,058	339,608	317,285
实收资本（股本）	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
资本公积	10,736,634	9,432,748	8,425,127	8,020,695
盈余公积	4,396,257	4,398,122	4,106,372	3,823,885
未分配利润	1,722,771	2,022,434	1,327,949	876,358
归属于母公司所有者权益	22,930,901	21,951,722	19,859,545	18,720,938
所有者权益合计	23,328,696	22,335,779	20,199,153	19,038,222
损益类				
营业收入	35,520,373	47,074,857	44,549,358	41,992,699
营业成本	33,239,155	44,222,497	42,084,960	39,392,748
销售费用	41,188	59,103	53,632	44,881
管理费用	93,418	145,967	152,264	165,157
财务费用	945,826	1,347,120	1,247,539	1,321,177
投资收益	201,723	81,085	16,750	18,284
营业利润	1,165,290	1,108,977	854,757	753,583
利润总额	1,246,871	1,495,306	1,181,749	974,630
净利润	980,264	1,093,295	845,422	676,153
占营业收入比 (%)				
营业成本	93.58	93.94	94.47	93.81

附件 3 中国南方电网有限责任公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	0.12	0.13	0.12	0.11
管理费用	0.26	0.31	0.34	0.39
财务费用	2.66	2.86	2.80	3.15
营业利润	3.28	2.36	1.92	1.79
利润总额	3.51	3.18	2.65	2.32
净利润	2.76	2.32	1.90	1.61
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	6,511,720	9,303,959	8,304,840	7,142,714
投资活动产生的现金流量净额	-3,505,520	-8,104,556	-7,449,011	-7,469,385
筹资活动产生的现金流量净额	-2,328,379	-1,491,777	-452,248	38,866
财务指标				
EBIT	1,246,871	2,863,961	2,464,419	2,308,349
EBITDA	-	8,810,645	7,386,278	6,856,111
总有息负债	24,573,248	23,881,798	23,601,580	24,415,867
毛利率 (%)	6.42	6.06	5.53	6.19
营业利润率 (%)	3.28	2.36	1.92	1.79
总资产报酬率 (%)	-	4.64	4.22	4.16
净资产收益率 (%)	4.20	4.89	4.19	3.55
资产负债率 (%)	63.68	63.80	65.43	65.67
债务资本比率 (%)	51.30	51.67	53.88	56.19
长期资产适合率 (%)	82.91	77.13	77.31	79.73
流动比率 (倍)	0.43	0.26	0.27	0.30
速动比率 (倍)	0.41	0.23	0.25	0.29
保守速动比率 (倍)	0.19	0.13	0.16	0.15
存货周转天数 (天)	3.34	2.79	2.47	2.69
应收账款周转天数 (天)	3.99	2.08	1.40	1.28
经营性净现金流/流动负债 (%)	37.56	54.16	52.54	50.86
经营性净现金流/总负债 (%)	16.22	23.98	22.25	20.18
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	6.36	5.84	4.94
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.96	1.73	1.60
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.02	5.19	4.74
现金比率 (%)	16.24	11.65	13.52	12.31
现金回笼率 (%)	116.35	114.56	117.66	115.90
担保比率 (%)	-	0.08	0.09	0.12

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁷ 前三季度取 270 天。

⁸ 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。