



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

广西桂冠电力股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT

评级报告导读

大公出具的信用评级报告是依据《大公信用评级原理》，通过偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面对发债主体信用风险状况进行判断。

大公认为，信用评级的目标是揭示债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度在信用风险矩阵中的位置。具体来说，偿债环境是影响发债主体财富创造能力和偿债来源的宏观制度环境；财富创造能力是发债主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度判断发债主体偿债来源结构合理性和可靠性，是评价偿债能力安全度的决定性因素。一般来说，偏离度越大，偿债来源稳定性和安全性越差。相反，偏离度越小，偿债来源稳定性和安全性越强；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度。

具体要素分析如下：

1、偿债环境主要从宏观、产业、区域等方面分析其对发债主体财富创造能力、偿债来源和偿债能力的影响；

2、财富创造能力分析的是发债主体盈利能力及其对偿债来源的贡献；

3、偿债来源主要通过分析发债主体盈利、债务收入、外部支持等流动性偿债来源以及可变现资产等清偿性偿债来源的数量和结构对发债主体偿债来源的安全度进行度量；

4、偿债能力分析是通过衡量发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力得到存量、新增和总债务偿还能力。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AAA		评级展望	稳定	
债项信用:					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 桂冠 02	9.3	10	AAA	AAA	2017.05

◆ 主要观点

大公评定广西桂冠电力股份有限公司（以下简称“桂冠电力”或“公司”）“12 桂冠 02”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。本次评级结果是大公对桂冠电力所处偿债环境、财富创造能力、偿债来源和偿债能力等评级要素历史表现及未来趋势综合判断的结果。主要理由阐述如下：

公司面临较好的偿债环境，2017 年以来，全社会用电量增速继续回升带动发电企业发电量上升，水电作为清洁能源，在节能减排的背景下，仍具备良好的外部偿债环境。

公司财富创造能力极强，新电改政策出台，使得具备成本优势的水电企业盈利空间有望提升；作为中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）的核心上市公司，公司电力资产主要集中在广西、四川等地，规模优势显著。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流占比不大；清偿性偿债来源仍主要为可变现资产，可变现资产中发电设备等固定资产规模较大，对公司债务偿付形成一定保障。

公司偿债能力极强，稳定的经营性现金流预期、充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

◆ 优势与风险关注

有利因素:

1. 公司作为大唐集团整合广西境内水电资源的唯一平台，在水电资源整合等方面继续得到大唐集团大力支持；
2. 公司电源结构仍以水电为主，发电优先上网，新电改政策出台，较低的水电价格具有更好的竞价优势；
3. 2017 年，公司经营性现金流仍较充足，对债务保障能力较好；
4. 大唐集团对“12 桂冠 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

不利因素:

1. 2017 年以来，受水电机组上网电价下降影响，公司水电业务盈利能力小幅下降；
2. 2017 年以来，公司负债规模持续上升，有息负债规模仍很大。

主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018年1~3月	2017	2016	2015
总资产	399.26	412.77	395.51	434.04
所有者权益	175.69	168.15	151.35	146.49
总有息债务	201.86	222.16	224.49	263.73
营业收入	21.89	87.75	85.65	103.11
净利润	7.52	28.05	29.06	40.06
经营性净现金流	17.52	59.45	56.87	79.68
毛利率	57.81	55.05	54.82	58.67
总资产报酬率	2.84	10.76	11.59	13.02
债务资本比率	53.47	56.92	59.73	64.29
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	-	6.12	5.88	5.19
经营性净现金流/总负债	7.48	24.33	21.39	35.35

注: 公司提供了 2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表。中勤万信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2017 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 王 燕
联系电话: +86-10-51087768
传真: +86-10-84583355
地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 周永强 周 雯
客服电话: + 86-4008-84-4008
Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年五月二十五日

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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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

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

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

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

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

跟踪评级说明

根据大公承做的公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

基本经营

（一）主体概况

桂冠电力于1992年8月12日经广西壮族自治区经济体制改革委员会以桂体改股字【1992】6号文批准设立，发起人为广西电网公司（原广西电力有限公司）和广西投资集团有限公司（原广西建设投资开发公司，以下简称“广西投资”），于2000年3月23日在上海证券交易所上市交易（股票代码：600236）。2015年11月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准广西桂冠电力股份有限公司向中国大唐集团、广西投资集团有限公司以及贵州产业投资（集团）有限责任公司发行股份购买资产的批复》（证监许可【2015】2633号），公司分别向大唐集团、广西投资和贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“贵州产投”）发行24.59亿股、11.35亿股和1.89亿股购买龙滩水电，并发行1,900万股优先股募集配套资金。2017年3月，国务院国有资产管理委员会下发《关于中国大唐集团有限公司所持广西桂冠电力股份有限公司部分股份无偿划转有关问题的批复》国资产权【2017】156号、国资产权【2017】157号，同意大唐集团分别无偿划转其总股本的4.31%和3.69%给国新博远投资（北京）有限公司和北京诚通资本运营有限公司。截至2017年末，公司股本60.63亿元，大唐集团和广西投资仍然是公司的前两大股东，持股比例分别为51.55%和25.96%，大唐集团仍为公司的控股股东和实际控制人。

公司是上海证券交易所上市公司，按照《公司法》等有关规定制定了较为完善的治理结构。公司不断完善的内部管理体系，严格有效的经营管理措施有助于提高公司内部管理水平，为公司可持续发展提供保障。

公司未来将立足广西，继续坚持以水电为主、积极发展其他清

洁能源的电源发展方向，以在广西电力市场取得更重要地位。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为电力的生产与销售。具体来看，2017 年公司实现营业收入 87.75 亿元，其中水力发电、火力发电和风力发电收入占营业收入比重分别为 87.79%、8.97%和 2.86%，公司电源结构仍以水电为主。预计未来，电力板块仍将是公司的主要发展板块，且具有成本优势的水电企业将面临更好的发展环境。

公司资产结构优良，投资的发电业务（含前期项目）分布在广西、四川、贵州、山东和湖北等多个省区，截至 2017 年末，公司可控装机容量 1,086.65 万千瓦，其中水电装机 925.50 万千瓦，占比 85.17%，火电装机 133.00 万千瓦，风电装机 28.15 万千瓦。

（三）股权链

截至 2017 年末，公司股本 60.63 亿元，大唐集团和广西投资仍然是公司的前两大股东，持股比例分别为 51.55%和 25.96%，大唐集团仍为公司的控股股东和实际控制人。

大唐集团成立于 2002 年 12 月 29 日，是根据《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发【2002】5 号）文件在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的大型国有企业，是电力体制改革后国务院批准成立的五大全国性发电企业集团之一。截至 2017 年末，大唐集团注册资本金 370.00 亿元人民币，实际控制人是国务院国有资产监督管理委员会。

（四）供应链

水电上游主要为水电机组，公司采购主要是招标采购，对采购工作实行统一招标、集中采购、专业管理、分级负责；结算方主要为广西电网、四川电网等电网公司，结算方式主要是依照国家定价，即依据水电项目核准时国家能源价格主管部门确定的区域电价或特许权投标电价与电网公司直接电费结算。

（五）债务链

截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 201.86 亿元，其中短期有息债务为 23.43 亿元。从债务构成来看，公司有息负债主要包括短

期借款 9.90 亿元、一年内到期的非流动负债 13.53 亿元、长期借款 169.16 亿元和应付债券 9.27 亿元。整体来看，公司债务融资渠道多样，存量债务规模较大，债务结构以中长期为主。

根据公司提供的中国人民银行信用信息报告，截至 2018 年 1 月 4 日，公司本部未发生债务违约情况。截至本报告出具日，公司在资本市场上发行过的债务融资工具中，“10 桂冠 CP01”、“10 桂冠 CP02”、“11 桂冠 CP001”、“11 桂冠 CP002”、“12 桂冠 01”和“13 桂冠 PPN001”均已按期兑付本息；“12 桂冠 02”均正常付息，未到兑付日。

（六）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 桂冠 02	9.3	2012.10.24~ 2022.10.24	补充新增融资需求、 偿还银行贷款、补充 公司流动资金及其他 合规用途	已按募集资金要求 全部使用完毕

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国政府以稳中求进的审慎态度和较强的决策执行力，为中国实现经济稳定增长和经济结构调整提供重要保障，主要经济指标仍处于合理区间；我国信用风险有所上升但总体处于可控范围。

（一）宏观与政策环境

中国政治及经济稳健发展；政策连续性较强，为企业各项业务的平稳发展提供了可靠的制度保障。

2018 年是实施“十三五”规划的重要一年，是供给侧结构性改革的深化之年，中国政府将继续统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局，以适应把握引领经济发展新常态，同时坚持以提高发展质量和效益为中心，坚持宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的政策思路，以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创

新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，以促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

中央政府审慎的改革态度、较大的政策回旋空间和较强的执行力将为中国实现经济转型提供重要保障。首先，中央政府继续坚持以稳中求进的工作总基调推进改革。其次，中国政府有能力通过实施稳健的货币政策和积极的财政政策保持一定经济增速，从而为结构调整提供稳定的经济增长环境。最后，较强的政策执行能力与统筹能力也将为中国顺利推进结构性改革、实现经济转型提供有力政治保障和现实依据。一方面，中国着力化解产能过剩导致的有效供给不足，为中国实现现代化进程创造上升空间；另一方面，中国积极推动的保就业、促民生等措施有助于缓解社会压力，防止结构调整期间的社会矛盾激化，帮助中国顺利实现经济转型和跨越中等收入陷阱。

（二）产业环境

水电作为清洁能源，在节能减排的背景下，仍具备良好的政策环境；新电改政策出台，使得具备成本优势的水电企业盈利空间有望提升。

为了确保节能减排目标的实现，以水电为代表的可再生能源将作为能源建设的重点，据国家能源局等有关部门的初步规划，至2020年非化石能源占能源消费总量比例达到15%，我国水电装机容量将达到3.8亿千瓦。西部地区以川、滇、藏为重点，以水电基地重大项目为主，全面推进大型水电能源基地建设。2017年，中央、地方政府出台了一些列重要政策，《2017年度推进电力价格改革十项措施》、《关于促进西南地区水电消纳的通知》、《关于减轻可再生能源领域涉企税费负担的通知》《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，为水电消纳提供了重要的政策支撑，政策之密集，较为罕见。同时，各省级电力交易中心密集揭牌，随着相对独立的交易中心的组建及各类售电公司的建立及运行，发电及售电侧都会逐步放开，产业链的利益将进行再分配，逐步实现保底售电加竞争售电的供电结构。国家能源局要求，2018年实现工业用电量全部放开，2020年实现商业用电量的全部放开。对于发电企业来说，竞价上网机制形成

后，竞争优势主要体现在企业在目前基础上的让利意愿与空间，预计具有降价意愿和降价空间的企业具有相对优势，具有成本优势的水电行业将获得更大的盈利空间。

财富创造能力

2017 年以来，全社会用电量增速有所回升，带动发电企业发电量上升；作为大唐集团的核心上市公司，公司电力资产主要集中在广西、四川等地，规模优势显著；公司财富创造能力主要依赖于电力业务，财富创造能力较强且相对稳定。

（一）市场需求

2017 年以来，宏观经济延续稳中有进、稳中向好的发展态势，随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效显著，电力消费结构持续优化，用电增长呈现新动能，全社会用电量增速平稳增长。

电力工业是国民经济发展的基础能源产业，电力需求受经济整体运行的波动影响较大。2017 年以来，宏观经济运行延续稳中有进、稳中向好的发展态势，工业生产总体稳定，为全社会用电量增长提供了有力支撑。随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效显著。经济增长新动能催生用电增长新动能，医药制造业、专用设备制造业等 6 大制造业为代表的高技术制造业，以及与互联网等信息技术密切联系的第三产业诸多行业用电量持续快速增长，逐步成为电力消费中的新亮点。2017 年，我国实现全社会用电量 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一、第二产业用电量同比分别增长 7.3%和 6.6%，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长成为电力消费新动能；第三产业和居民生活用电量同比分别增长 10.7%和 7.8%，电能替代在居民生活领域加快推进等成为拉动需求的新增长点。

2018 年一季度，全国全社会用电量 1.59 万亿千瓦时，同比增长 9.8%，为 2013 年三季度以来季度用电量最高增长水平。分地区看，东、中、西部和东北地区全社会用电量同比分别增长 7.8%、9.3%、

13.6%和10.2%，增速同比分别提高1.8、3.1、4.1和5.3个百分点；全国所有省份用电量均实现正增长。分产业来看，第一产业用电量219亿千瓦时、同比增长10.3%，第二产业用电量1.06万亿千瓦时、同比增长6.7%；第三产业用电量2,504亿千瓦时、同比增长16.7%，增速同比提高8.9个百分点，第三产业用电增速创近8年来季度新高。

整体来看，2017年以来，全国全社会用电量实现平稳增长，随着国家供给侧结构性改革和创新驱动的扎实推进，转型升级成效显著，电力消费结构持续优化，用电增长呈现新动能。

2017年以来，广西经济继续增长，全省发电量增速有所提高，水电发电量受上半年来水偏枯影响同比小幅下降；2018年1~3月全省用电量增速全国第一，为电力企业创造了较好的外部环境。

2017年以来，广西经济继续增长，全年地区生产总值达20,396.25亿元，同比增长7.3%；工业增加值7,663.71亿元，同比增长6.8%。

2017年广西全年完成发电量1,321.62亿千瓦时，同比增加5.9%，增幅同比提高2.4个百分点，发电量增速有所提高，其中，受全省全年来水先枯后丰影响，水电发电量555.67亿千瓦时，同比下降0.6%；火电发电量617.32亿千瓦时，同比增加7.4%，火电发电量的大幅增长主要系上半年全省来水偏枯导致用电共计相对偏紧，拉动火力发电量有所提升。截止2017年末，广西省总装机4,377万千瓦，其中火电2,236万千瓦，水电装机1,665万千瓦。根据中国电力企业联合会发布的《2018年1~3月份电力工业运行简况》，2018年1~3月全社会用电量同比增长9.8%，广西省用电量增速为17.2%，居全国首位。广西省2018年一季度用电情况明显回暖，为电力企业创造了较好的外部环境。

预计未来，随着电力交易体制的逐步落地和不断完善，具有成本优势的水电企业将面临更好的发展环境。

（二）产品和服务竞争力

受益于红水河流域整体来水好转及装机规模进一步扩大，公司2017年营业收入同比有所提高；2018年一季度，受益于来水同比明显好转，公司营业收入及毛利率同比均大幅提高。

电力生产与销售业务仍是公司收入和利润的主要来源。2017 年以来，受益于红水河流域来水整体好转及公司装机规模进一步扩大，公司 2017 年营业收入 87.75 亿元，同比提高 2.45%。

公司主要水电资产均集中在红水河流域，受气候条件影响较大。龙滩作为公司最主要的水电厂，2017 年发电量同比分别提高 12.02%，拉动公司 2017 年水电业务实现营业收入 77.01 亿元，同比提高 3.52%。

受火电机组发电量同比有所下降影响，2017 年火电业务营业收入 7.87 亿元，同比下降 10.87%。风电业务主要由大唐桂冠盘县四格风力发电有限公司（以下简称“四格风电”）和大唐桂冠山东电力投资有限公司（以下简称“山东风电”）运营，2017 年公司风电运行总体平稳，风电业务营业收入同比小幅增加。

表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	21.89	100.00	87.75	100.00	85.65	100.00	103.11	100.00
水力发电	19.24	87.89	77.01	87.79	74.30	86.74	88.45	85.79
火力发电	1.89	8.63	7.88	8.97	8.83	10.31	12.08	11.71
风力发电	0.71	3.24	2.52	2.86	2.14	2.50	1.97	1.91
其他	0.05	0.22	0.34	0.38	0.38	0.44	0.61	0.59
毛利润	12.65	100.00	48.28	100.00	46.95	100.00	60.49	100.00
水力发电	12.74	100.74	49.42	102.36	48.49	103.27	58.96	97.47
火力发电	-0.44	-3.63	-2.51	-5.20	-2.62	-5.57	0.28	0.47
风力发电	0.34	2.81	1.10	2.28	0.79	1.68	0.73	1.21
其他	0.01	0.08	0.27	0.56	0.29	0.61	0.52	0.86
毛利率	57.81		55.02		54.82		58.67	
水力发电	66.22		64.17		65.27		66.66	
火力发电	-23.28		-31.85		-29.61		2.35	
风力发电	47.89		43.65		36.88		37.01	
其他	20.00		79.41		76.34		85.54	

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，2017 年公司综合业务毛利率相对平稳，其中受煤炭价格持续高位及火电机组利用率大幅下降影响，火电业务毛利率同比下降 2.24 个百分点；受益于公司风力机组所处区域来风情况较好，全年风电业务毛利率 43.65%，同比提高 6.77 个百分点。

2018 年 1~3 月，受红水河来水情况同比明显好转影响，公司营

业收入 21.89 亿元，同比提高 21.91%，毛利润 12.65 亿元，同比提高 56.26%；毛利率 57.81%，同比提高 15.76 个百分点。营业收入及毛利率同比均大幅提高。

综合来看，受益于红水河流域整体来水好转及装机规模进一步扩大，公司 2017 年营业收入同比有所提高；2018 年一季度，受益于来水同比明显好转，公司营业收入及毛利率同比均大幅提高；公司水电资产主要集中在红水河流域，未来运营仍受流域来水情况影响。

作为大唐集团的核心上市公司，公司电力资产主要集中在广西、四川等地，规模优势显著；公司电源结构以水电为主，2017 年受益于装机规模提升及红水河流域来水整体向好，水电发电量同比有所提高，公司水电业务营业收入同比出现上升。

作为大唐集团的核心上市公司，公司电力资产主要集中在广西、四川等地，规模优势显著。公司电源结构以水电为主，具备优先上网优势，随着广西电力市场开放，较低的水电价格将具有更好的竞价优势。截至 2017 年末，公司水电机组可控装机容量为 925.50 万千瓦。

表 3 截至 2017 年末公司直属及控股公司电厂概况（单位：万千瓦、亿千瓦时）

序号	电厂名称	装机容量	持股比例 (%)	2017 年发电量	2016 年发电量	同比增减 (%)
1	龙滩水电站	490.00	100.00	172.94	154.38	12.02
2	岩滩水电厂	181.00	70.00	71.34	72.62	-1.76
3	大化水电厂	56.60	100.00	25.79	27.19	-5.12
4	百龙滩水电厂	19.20	100.00	7.86	8.81	-10.74
5	乐滩水电厂	60.00	52.00	28.78	30.02	-4.12
6	平班水电厂	40.50	35.00	15.32	13.09	17.00
7	天龙湖水电厂	36.00	100.00	14.17	13.54	4.70
8	仙女堡水电厂	7.60	100.00	3.69	3.37	9.49
9	湖北沿渡河公司	10.00	65.00	3.57	2.92	22.28
10	去学水电站	24.60	100.00	3.13	-	-
合计		1,086.65	-	346.59	325.94	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，受红水河流域主汛期来水同比有所好转影响，公司广西地区 2017 年水电机组利用小时数为 3,801 小时，同比提高 188 小时，四川地区为 3,886 小时，同比小幅提高 7 小时。同期，公司水电

业务发电量 346.6 亿千瓦时，同比增加 6.34%，其中公司广西地区发电量 322.03 亿千瓦时，同比提高 5.21%；四川地区发电量 21.00 亿千瓦时，同比提高 24.18%。2017 年末，公司直属或控股公司水电厂共 10 家，其中龙滩水电站发电量同比大幅提高 12.02%，其余电厂发电量也均出现不同程度波动（具体数据见表 3）。上网电价方面，公司广西、四川地区水电上网电价分别为 266.90 元/千千瓦时和 217.10 元/千千瓦时，同比分别下降 3.2 元/千千瓦时和 13.28 元/千千瓦时，主要系公司参与市场交易电量同比有所提高所致。

总体而言，公司电源结构以水电为主，2017 年受益于装机规模提升及红水河流域来水整体向好，水电发电量同比有所提高，公司水电业务营业收入及毛利率均同比出现上升。

2017 年，受上机组利用效率大幅下降及煤炭成本同比提高综合因素影响，公司火电业务盈利能力进一步下降；火电机组装机规模较小，对公司整体营运能力影响有限。

公司火电业务由下属子公司大唐桂冠合山发电有限公司（以下简称“合山发电”）负责经营。合山发电是一座典型的坑口电厂，毗邻广西最大的煤矿合山矿务局，装机规模 133 万千瓦。多年的开采使得合山煤矿面临枯竭，目前公司发电用煤主要从广西区外采购。2017 年，受广西省清洁能源装机规模持续增加，发电量挤占火力发电空间较为明显影响，广西统调火电利用小时数 2,200 小时，同比减少 480 小时，火电利用率继续降低，大部分火电厂减半容量运行。受此影响，2017 年公司火电利用小时数 1,448 小时，同比减少 874 小时，机组利用效率大幅下降，发电量 19.26 亿千瓦时，同比减少 37.65%；2017 年公司火电机组上网电价 524.53/千千瓦时，同比大幅回升；同期，由于煤炭市场回暖，公司火电燃料成本有所上升。上述因素综合影响，公司 2017 年火电业务盈利能力同比进一步下降。由于公司火电装机仅占可控装机的 12.5%，火电运营压力对公司整体业绩影响有限。

2018 年 1~3 月，公司火电机组发电量 5.63 亿千瓦时，同比大幅下降 50.09%，受煤炭价格持续较高影响，公司火电业务毛利率同比下降 10.96 个百分点，公司火电业务盈利能力较 2017 年有所好转但

仍表现为亏损。

总体而言，2017年，受上机组利用效率大幅下降及煤炭成本同比提高综合因素影响，公司火电业务盈利能力进一步下降；火电机组装机规模较小，对公司整体营运能力影响有限。

（三）盈利能力

2017年以来，发电量增加带动业务收入继续增长；以财务费用为主的期间费用占营业收入比重逐年下降，但整体对公司的盈利能力仍有一定影响。

2017年，受公司装机规模提高及红水河流域来水好转，公司发电量同比增加，公司实现营业收入87.57亿元，同比增长2.45%；同期，受益于水电机组利用效率的提高，公司综合业务毛利率55.05%，同比小幅提高。

表4 2015~2017年及2018年1~3月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
营业收入	21.89	87.75	85.65	103.11
毛利率	57.81	55.05	54.82	58.67
期间费用	3.08	13.21	13.69	19.03
其中：销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.85	3.35	3.18	3.24
财务费用	2.23	9.86	10.51	15.79
期间费用/营业收入	14.07	15.06	15.98	18.46
投资收益	-0.01	0.54	0.10	0.62
营业利润	9.08	34.46	31.78	39.74
利润总额	9.10	34.37	34.78	47.77
净利润	7.52	28.05	29.06	40.06
总资产报酬率	2.84	10.76	11.59	13.02
净资产收益率	4.28	16.68	19.20	27.35

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2017年公司期间费用共计13.21亿元，其中财务费用9.86亿元，同比下降6.18%。同期，公司期间费用率15.06%，同比下降0.92个百分点。以财务费用为主的期间费用占营业收入比重逐年下降，但整体对公司的盈利能力仍有一定影响。2017年公司营业利润、利润总额和净利润分别为34.46亿元、34.37亿元和28.05亿元，其中营业利润同比提高8.43%，主要系公司2017年将即征即退增值税由先前的营业外收入科目转入

其他收益所致，全年公司共产生 2.45 亿元增值税退税，全部计入其他收益。

2018 年 1~3 月，受红水河来水情况同比明显好转影响，公司营业收入 21.89 亿元，同比提高 21.91%，毛利润 12.11 亿元，同比提高 56.26%；毛利率 55.32%，同比提高 13.27 个百分点。同期，公司期间费用 3.08 亿元，同比小幅下降；公司实现营业利润和净利润分别为 9.08 亿元和 7.52 亿元，同比均出现大幅增长。

根据桂冠电力 2017 年年报，2018 年公司计划完成发电量 376.40 亿千瓦时，同比增长 1.52%；实现利润总额 35 亿元。根据大公测算，预计公司全年发电业务收入 89.08 亿元；公司其他业务板块营业收入占比很小，预计 2018 年其他业务营业收入 0.31 亿元。综上，预计公司 2018 年营业收入 89.39 亿元。

偿债来源

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

（一）自由现金流

2017 年以来，公司经营性净现金流规模有所提高，对债务的保障能力有所增强；公司电力业务现金获取能力仍很强，经营活动净流入规模仍可以满足投资活动的资金需求。

2017 年公司营业利润、利润总额和净利润分别为 34.46 亿元、34.37 亿元和 28.05 亿元，其中净利润同比小幅下降 1.01 亿元，主要系公司 2017 年收到的政府补助同比大幅下降，导致营业外收入下降所致。

表 5 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司经营性净现金流情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	7.52	28.05	29.06	40.06
经营性净现金流	17.52	59.45	56.87	79.68
投资性净现金流	-0.50	-16.40	-8.35	21.85
经营性现金流利息保障倍数	7.58	5.57	5.03	8.87

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年公司经营性净现金流 59.45 亿元，同比小幅增加 2.58 亿元，主要系公司支付的各项税费减少所致，经营性现金流利息保障倍数为 5.57 倍，同比小幅提高，公司现金流对债务和利息的保障程度有所加强；同期，公司投资性净现金流继续保持净流出，规模为-16.40 亿元，主要系公司进一步扩大生产规模所致。

2018 年 1~3 月，公司营业收入、利润总额和净利润分别为 21.89 亿元、9.10 亿元和 7.52 亿元，其中净利润同比增长 102.70%，主要系一季度广西省来水情况同比明显好转所致。同期，经营性净现金流为 17.52 亿元，投资性净现金流为-0.50 亿元。

截至 2017 年末，公司在建电厂较多，包括大唐西藏松塔水电站、龙滩水电站工程、广西乐潭水电站工程等，上述项目总投资 393 亿元，已完成投资 355 亿元，尚需投资 38 亿元。整体来看，公司在建工程较多，预计未来，公司资本性支出规模仍较大，但公司电力业务现金获取能力很强，经营性现金净流入基本可以满足投资活动的资金需求。

总体而言，2017 年以来，公司经营性净现金流规模有所提高，对债务的保障能力有所提高；公司电力业务现金获取能力仍很强，经营活动净流入规模仍可以满足投资活动的资金需求。

（二）债务收入

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

公司作为上市公司，融资渠道多元化，包括银行借款、债券融资、股权融资等方式。银行借款方面，公司资信状况优良，与国内主要银行保持着长期合作伙伴关系。截至 2017 年末，公司已经获得中国银行、中国建设银行等主要贷款银行各类授信额度合计 139 亿元人民

币，尚未使用的各类授信额度总额为 116 元人民币。债券融资方面，截至 2017 年末，公司已发行债券包括公司债券、短融资券和私募债券等，债券品种较为多样。大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2017 年公司筹资性现金流流入 42.73 亿元，规模同比大幅提高，主要系银行借款增加所致，从流入构成来看，通过借款所收到的现金占筹资活动现金流流入比重为 99.88%，是公司可用偿债来源的主要组成部分。

表6 2015~2017年及2018年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
筹资性现金流入	2.14	42.73	17.45	17.91
借款所收到的现金	2.10	42.68	17.09	17.61
筹资性现金流出	24.96	82.19	91.52	102.50
偿还债务所支付的现金	22.40	60.71	56.39	69.02

数据来源：根据公司提供资料整理

公司 2017 年筹资性现金流流出规模为 82.19 亿元，流出规模同比有所下降，主要系公司偿还银行借款利息现金流出的减少所致。公司筹资性现金流流出主要用于偿还债务及借款利息，2017 年公司偿还债务所支付的现金为 60.71 亿元，占全部筹资性现金流流出比重 73.87%。

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

（三）外部支持

政府补助方面，由于公司从事清洁能源发电，享有较多的税收优惠及政策补贴，2017 年获得政府补助收入为 2.49 亿元。

此外，作为控股股东大唐集团，为“12 桂冠 02”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。桂冠电力为大唐集团下属四个上市公司之一¹。截至 2018 年 3 月末，大唐集团持有桂冠电力 51.55% 的股份。公司是大唐集团在红水河流域的唯一水电运作平台，大唐集团将以公司为平台，整合广西境内水电资源。此外，根据公司《关于涉

¹ 大唐国际发电股份有限公司、大唐华银电力股份有限公司和中国大唐集团新能源股份有限公司是大唐集团下属的另外三家上市公司。

及公司有关承诺事项的公告》，大唐集团承诺如果大唐集团及其控股企业在公司经营区域内获得与公司主营业务构成实质性同业竞争的新业务机会，大唐集团将尽最大努力促使该等新业务机会按合理和公平的条款和条件首先提供给公司或其控股企业。

大唐集团经营范围包括电源的开发、投资、建设新能源等的投资、建设、经营及管理。截至 2017 年末，大唐集团总装机容量为 13,776 万千瓦，占全国电力装机容量为 7.75%，其中火电 9,470 万千瓦、水电 2,685 万千瓦、风电 1,520 万千瓦。2017 年全年完成发电量 5,147 亿千瓦时，占全国发电量总额比例 8.17%。

大唐集团在役及在建资产分布于 31 个省、自治区和直辖市，海外发展项目扩展至缅甸、老挝、柬埔寨、哈萨克斯坦等国家。公司拥有 4 家上市公司。

截至 2017 年末，大唐集团资产总额 7,208 亿元，所有者权益 1,445 亿元，资产负债率为 79.96%。2017 年，大唐集团实现营业总收入 1,707 亿元，净利润 50 亿元，经营性净现金流 415 亿元。

（四）可变现资产

2017 年以来，随着装机容量增加，公司资产规模继续增长，资产结构仍以非流动资产为主，且占比很高；可变现资产主要以发电设备等固定资产为主，可变现价值较高。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

截至 2017 年末，公司资产总额为 412.77 亿元，其中非流动资产 376.60 亿元，资产结构仍以非流动资产为主。

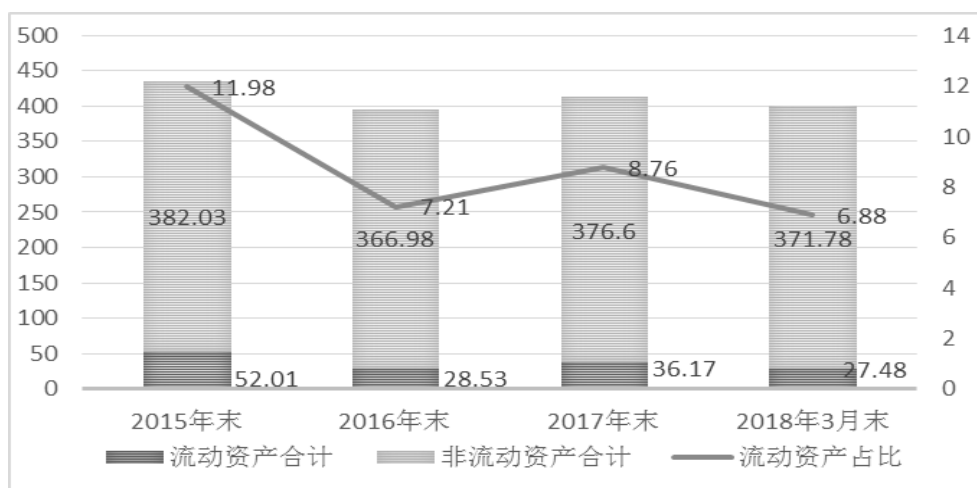


图 1： 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成情况（亿元、%）

公司流动资产仍主要由货币资金和应收账款构成。2017 年末，货币资金 20.68 亿元，同比下降 20.60%，主要系公司收入规模增长及全年分红下降所致；公司应收账款主要为对中国南方电网有限责任公司、广西电网有限责任公司、贵州电网有限责任公司、国网四川省电力公司和国网山东省电力公司烟台供电公司的应收电费款，合计占公司应收账款的 97.96%。公司对广西电网有限责任公司的应收账款中存在 0.42 亿元应收款计入坏账准备，主要系该部分应收款属争议电价，预计无法收回。

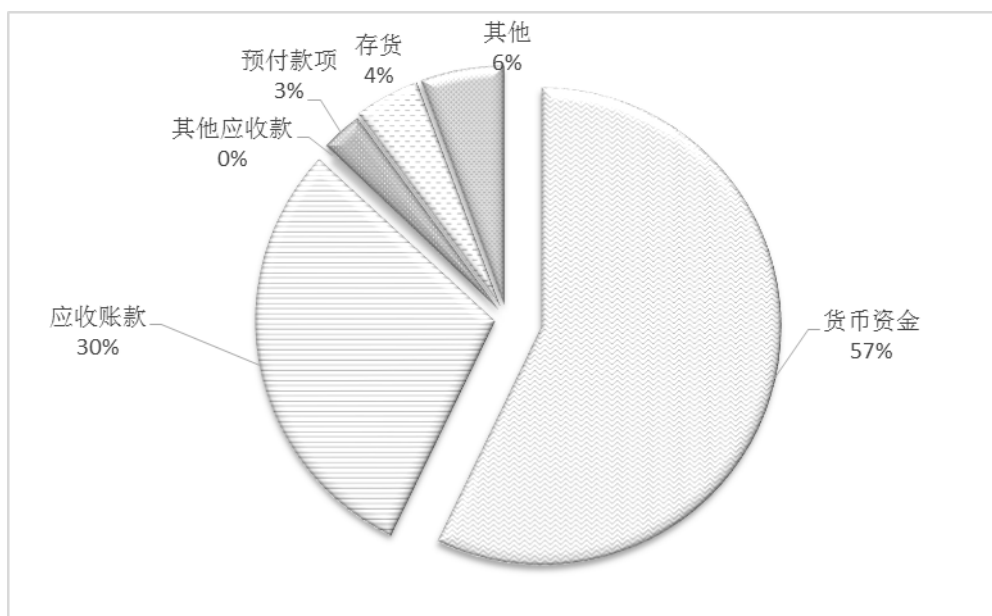


图 2： 2017 年末公司流动资产构成情况

2017 年末，公司非流动资产仍主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产组成。2017 年公司长期股权投资 9.69 亿

元，同比小幅增长；固定资产主要是房屋及建筑物以及机器设备，2017 年末公司固定资产 336.69 亿元，同比增长 1.44%；公司在建工程主要是大唐西藏松塔水电站工程、乐滩水电站工程以及龙滩水电站工程，截至 2017 年末，公司在建工程 22.40 亿元，同比小幅增加；无形资产仍以土地使用权为主。

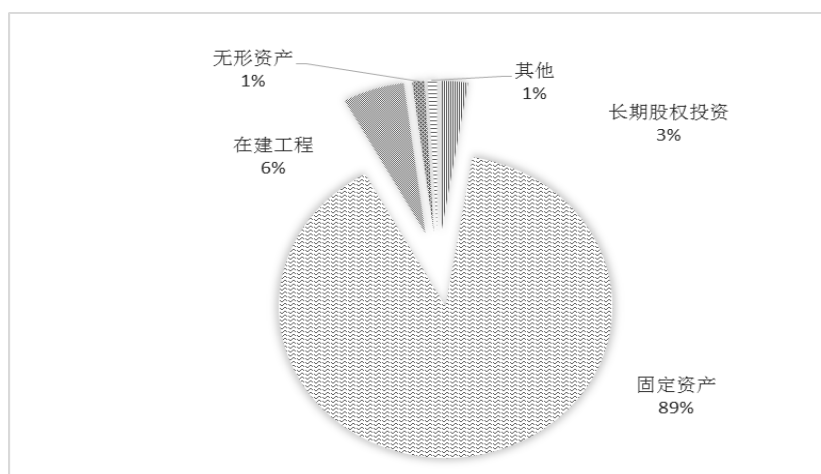


图 3：2017 年末公司非流动资产构成情况

根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 351.75 亿元，清偿性偿债来源较为充足。2017 年末，公司共有 14.68 亿元受限资产，其中货币资金受限账面价值 0.01 亿元，主要系诉讼冻结资金；应收账款受限账面价值 6.64 亿元，主要系收费权质押；固定资产和无形资产受限账面价值共计 8.03 亿元，主要系抵押借款。受限资产占总资产的比重 3.56%，占净资产的比重为 8.73%。

表 7 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	20.68	0.01	0.05
应收账款	10.74	6.64	61.81
固定资产	336.69	8.02	2.38
无形资产	4.35	0.01	0.17
合计	372.46	14.68	-

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，2017 年以来，随着公司投资规模增加，公司资产规模继续增长，预计未来 1~2 年，公司可变现资产规模将继续增长，资产结构仍以非流动资产为主。

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

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017年，公司获得经营性净现金流59.45亿元，筹资活动现金流流入42.73亿元，外部支持主要为控股股东承诺的若遇到构成实质性同业竞争的新业务机会，并尽最大努力促使该等新业务机会按合理和公平的条款和条件首先提供给公司或其控股企业。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流、债务收入是其债务偿付的主要来源；外部支持主要体现在股东对公司的债券担保。公司清偿性偿债来源为可变现资产，2017年末，公司可变现资产为351.75亿元。鉴于公司可变现资产以固定资产中的发电设备和房屋建筑物为主，资产质量相对较高，可变现价值较大，可对公司整体债务偿还形成有力保障。

偿债能力

稳定的经营性现金流预期、充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障；受限资产规模较大对公司资产变现能力造成一定不利影响。

（一）存量债务分析

2017年以来，公司负债规模持续上升，有息负债规模仍很大，公司债务以长期为主，符合水电行业投资周期长的特点；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大，公司未来需要合理控制债务规模的增长。

除自有资金外，公司主要通过长期借款来满足项目建设的资金需要，2017年以来，公司负债规模有所增长，负债结构仍以非流动负债为主；随着公司不断加强风电项目投资建设，有息负债规模继续增大。

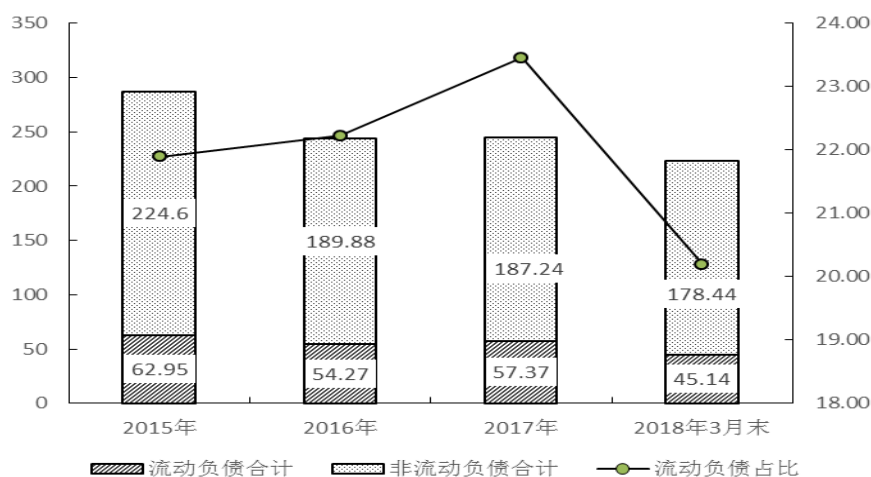


图4 2015~2017年末及2018年3月末公司负债构成情况（亿元、%）

公司流动负债仍以短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债为主。2017年末，公司短期借款13.30亿元，同比大幅增加，主要系公司根据经营需要增加了短期融资所致；应付账款主要为应付设备工程款、材料款等，2017年末应付账款为10.64亿元，同比变化小幅下降；一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，截至2017年末公司一年内到期的非流动负债同比大幅下降34.04%，主要系年内偿还公司债“12桂冠01”所致。

公司非流动负债仍以长期借款和应付债券为主。公司长期借款主要是质押借款110.22亿元，占长期借款61.93%，2017年末公司长期借款小幅下降；公司应付债券为公司于2012年发行的公司债“12桂冠02”。

表8 截至2018年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1年	(1,2]年	(2,3]年	>5年	合计
金额	23.43	0.00	5.6	186.35	201.86
占比	11.61	0.00	2.77	92.32	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2018年3月末，公司有息负债规模为201.86亿元，在负债中的占比为90.29%，较2017年末略有下降，但仍处于较高水平。从期限结构来看，公司一年以内到期的有息负债在总有息负债中的占比为11.61%，占比较低，公司债务以长期为主，符合水电行业投资周期长的特点。

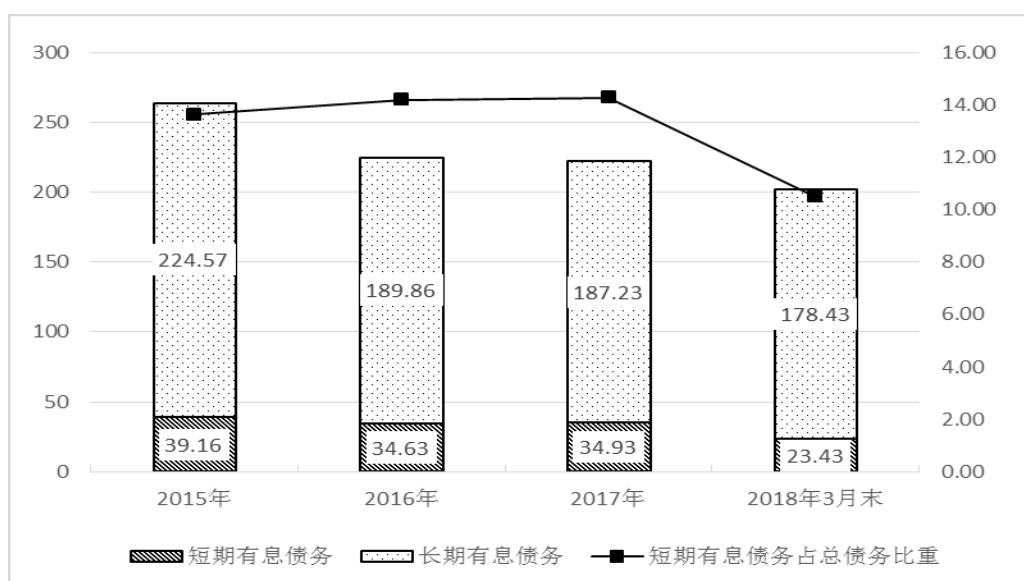


图 5: 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源: 根据公司提供资料整理

2017 年末, 桂冠电力对外担保余额为 5.22 亿元, 担保比率为 10.39%, 对外担保为对大唐集团提供的反担保。

2017 年末及 2018 年 3 月末, 公司所有者权益分别为 168.15 亿元和 175.69 亿元, 主要是持续盈利带来未分配利润不断增加所致。

总体来看, 2016 年末, 受公司偿还贷款影响, 公司负债规模有所降低, 负债结构仍以非流动负债为主; 公司有息负债规模仍处于较高水平, 公司面临一定的偿债压力。

(二) 偿债能力分析

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

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、债务收入以及外部支持等; 清偿性偿债来源主要为固定资产、在建工程等可变现资产。

公司流动性偿债来源包括期初现金及现金等价物、未使用授信额度以及经营性净现金流等。2017 年, 公司流动性来源为 198.57 亿元, 流动性消耗为 95.47 亿元, 流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 2.08 倍。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2017 年末可变现资产价值为 351.75 亿元，同时 2017 年末总负债为 233.62 亿元，对外担保余额为 5.22 亿元，可变现资产对总债务的覆盖率为 1.47 倍。

表 9 2018~2019 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2018 年 E	2019 年 F
清偿性还本付息能力	1.42	1.51
流动性还本付息能力	2.70	2.43
盈利对利息覆盖能力	5.98	6.14

数据来源：公司提供、大公测算

2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.12 倍，同比有所提高；由于公司从事的电力业务盈利能力较强，EBITDA 对利息的保障水平整体较高。预计 2018 和 2019 年受电力业务收入的增长，将带动公司利润提高。

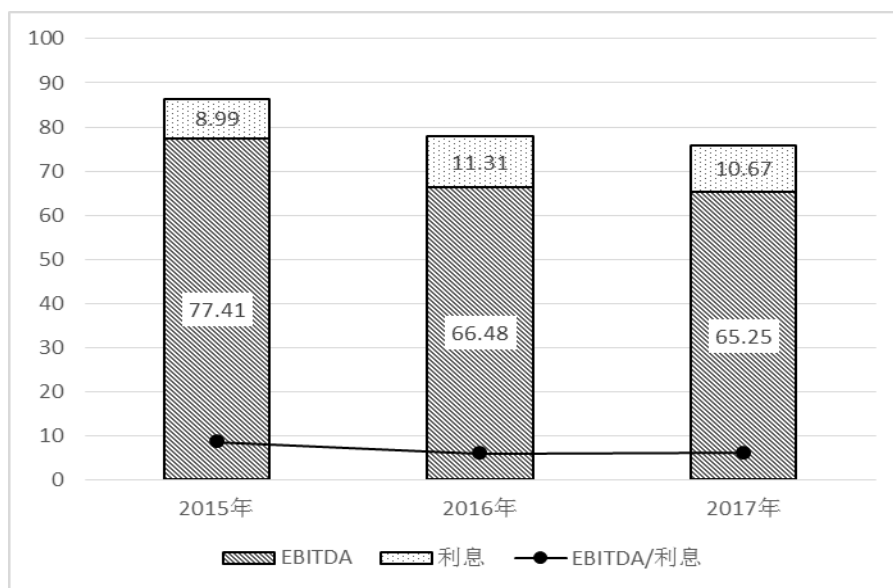


图 6：2015~2017 年公司 EBITDA 对利息的覆盖能力（亿元、倍）

数据来源：根据公司提供资料整理

结论

综上所述，2017 年以来，国内经济环境及行业政策仍较好，信用供给仍较为旺盛。公司财富创造能力主要来自于电力业务，公司作为大唐集团的核心上市公司，装机规模显著，在电力市场具有很强的竞争能力。2017 年以来，受益于红河水流域来水整体好转及公司装

机规模增加，公司发电量增长，进而带动公司营业收入增长，但受火电机组利用率下降及煤炭价格反弹影响，公司火电业务盈利能力进一步下降。公司外部融资渠道通畅，偿债来源较为多样，可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务融资能力依赖程度较高，债务安全度有待进一步提升。综合来看，公司的抗风险能力极强。

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

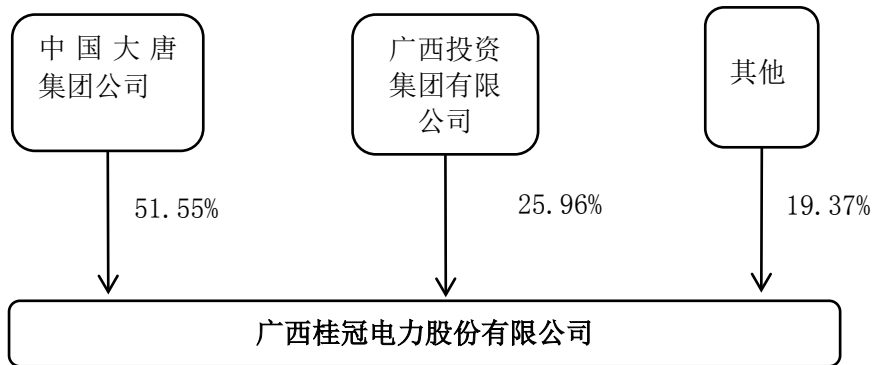
附录

附件 1

报告中相关概念

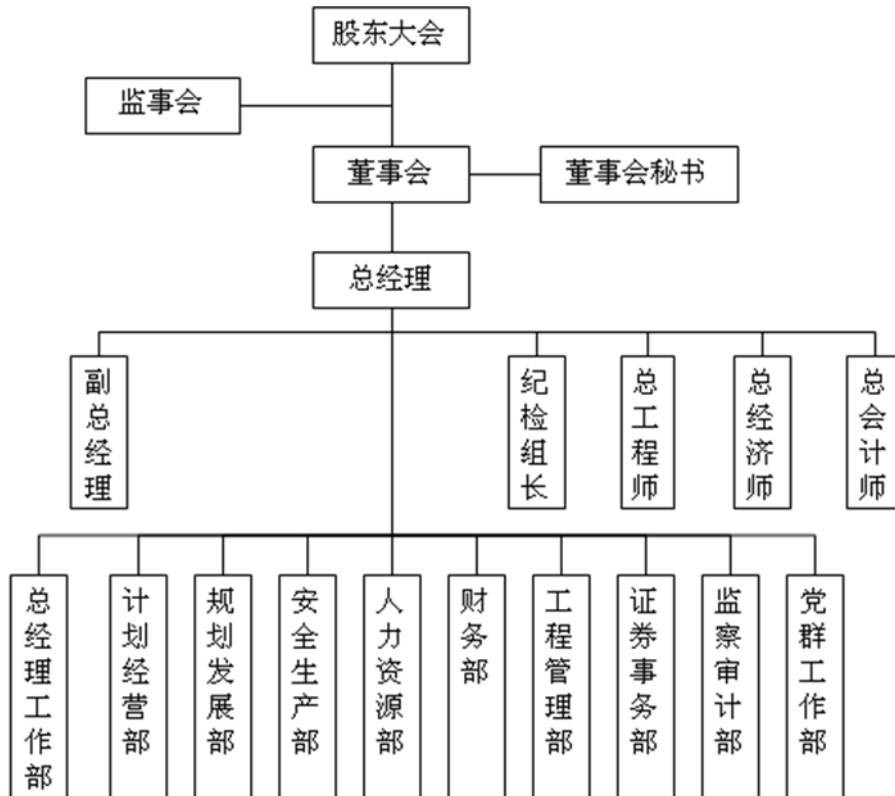
概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的宏观环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

附件 2 截至 2018 年 3 月末广西桂冠电力股份有限公司股权结构图





附件3 截至2018年3月末广西桂冠电力股份有限公司组织结构图



附件 4 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标

单位：万元

资产负债表				
项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
资产类				
货币资金	148,779	206,774	170,407	425,434
应收账款	88,206	107,379	79,532	72,660
其他应收款	1,209	840	2,705	3,213
预付款项	10,254	10,109	13,961	2,167
存货	7,409	16,067	8,404	14,620
流动资产合计	274,786	361,673	285,286	520,117
长期股权投资	96,832	96,920	95,970	108,773
固定资产	3,315,631	3,366,917	3,319,131	3,467,729
在建工程	227,868	224,032	175,820	166,794
无形资产	43,073	43,464	44,514	45,501
商誉	15,838	15,838	15,838	15,838
非流动资产合计	3,717,845	3,766,027	3,669,800	3,820,321
总资产	3,992,631	4,127,701	3,955,086	4,340,439
占资产总额比 (%)				
货币资金	3.73	5.01	4.31	9.80
应收账款	2.21	2.60	2.01	1.67
其他应收款	0.03	0.02	0.07	0.07
预付款项	0.26	0.24	0.35	0.05
存货	0.19	0.39	0.21	0.34
流动资产合计	6.88	8.76	7.21	11.98
长期股权投资	2.43	2.35	2.43	2.51
固定资产	83.04	81.57	83.92	79.89
在建工程	5.71	5.43	4.45	3.84
无形资产	1.08	1.05	1.13	1.05
商誉	0.40	0.38	0.40	0.36
非流动资产合计	93.12	91.24	92.79	88.02
负债类				
短期借款	99,000	133,000	18,000	6,000
应付账款	107,555	106,418	129,254	126,204
其他应付款	58,485	59,190	35,782	35,426
一年内到期的非流动负债	135,309	216,295	327,882	385,568
流动负债合计	451,352	573,746	542,692	629,514
长期借款	1,691,625	1,779,653	1,806,034	2,073,425
应付债券	92,672	92,656	92,595	172,324

附件 4 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

负债类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
非流动负债合计	1,784,397	1,872,409	1,898,869	2,246,009
负债合计	2,235,749	2,446,155	2,441,561	2,875,522
占负债总额比 (%)			1,898,869	2,246,009
短期借款	4.43	5.44	0.74	0.21
应付账款	4.81	4.35	5.29	4.39
其他应付款	2.62	2.42	1.47	1.23
一年内到期的非流动负债	6.05	8.84	13.43	13.41
流动负债合计	20.19	23.46	22.23	21.89
长期借款	75.66	72.75	73.97	72.11
应付债券	4.15	3.79	3.79	5.99
非流动负债合计	79.81	76.54	77.77	78.11
权益类				
少数股东权益	203,903	192,774	196,060	209,779
股本	606,337	606,337	606,337	606,337
资本公积	213,155	213,155	213,384	227,211
盈余公积	122,822	122,822	99,137	65,674
未分配利润	609,869	545,661	397,095	353,005
归属于母公司所有者权益	1,552,980	1,488,772	1,317,465	1,255,137
所有者权益合计	1,756,883	1,681,546	1,513,524	1,464,916
损益类				
营业收入	218,855	877,510	856,498	1,031,075
营业成本	92,333	394,483	386,952	426,125
管理费用	8,475	33,527	31,846	32,407
财务费用	22,326	98,601	105,055	157,910
投资收益	-89	5,413	998	6,215
营业利润	90,836	344,560	317,844	397,440
营业外收支净额	176	-875	29,988	80,289
利润总额	91,012	343,685	347,833	477,730
净利润	75,156	280,516	290,608	400,637
归属于母公司所有者的净利润	-	251,075	259,455	256,919
占营业收入比 (%)				
营业成本	42.19	44.95	45.18	41.33
管理费用	3.87	3.82	3.72	3.14
财务费用	10.20	11.24	12.27	15.32

附件 4 广西桂冠电力股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

损益类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
投资收益	-0.04	0.62	0.12	0.60
营业利润	41.51	39.27	37.11	38.55
营业外收支净额	0.08	-0.10	3.50	7.79
利润总额	41.59	39.17	40.61	46.33
净利润	34.34	31.97	33.93	38.86
归属于母公司所有者的净利润	-	28.61	30.29	24.92
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	175,164	594,491	568,681	796,840
投资活动产生的现金流量净额	-4,978	-163,958	-83,534	218,532
筹资活动产生的现金流量净额	-228,181	-394,632	-740,675	-845,928
财务指标				
EBIT	113,512	444,010	458,268	638,527
EBITDA	-	652,489	664,818	847,498
总有息负债	2,018,606	2,221,604	2,244,900	2,637,317
毛利率（%）	57.81	55.05	54.82	58.67
营业利润率（%）	41.51	39.27	37.11	38.55
总资产报酬率（%）	2.84	10.76	11.59	13.02
净资产收益率（%）	4.28	16.68	19.20	27.35
资产负债率（%）	56.00	59.26	61.73	66.25
债务资本比率（%）	53.47	56.92	59.73	64.29
长期资产适合率（%）	95.25	94.37	92.99	97.14
流动比率（倍）	0.61	0.63	0.53	0.83
速动比率（倍）	0.59	0.60	0.51	0.80
保守速动比率（倍）	0.34	0.36	0.32	0.68
存货周转天数（天）	11.44	2.79	10.71	13.79
应收账款周转天数（天）	40.22	9.59	31.98	24.45
经营性净现金流/流动负债（%）	34.18	106.50	97.03	165.97
经营性净现金流/总负债（%）	7.48	24.33	21.39	35.35
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	7.58	5.57	5.03	4.88
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.91	4.16	4.05	3.91
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	6.12	5.88	5.19
现金比率（%）	32.96	36.04	31.40	67.58
现金回笼率（%）	126.52	114.38	116.32	118.62
担保比率（%）	-	3.11	4.54	4.69

附件 5

中国大唐集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
项目	2018年1~3月	2017年	2016年	2015年
资产类				
货币资金	2,647,423	888,156	1,076,184	1,173,235
应收账款	3,557,219	3,271,293	2,996,705	2,442,831
其他应收款	397,272	457,155	393,053	513,187
预付款项	532,343	572,490	522,942	166,721
存货	1,598,217	1,566,105	1,646,519	1,476,305
流动资产合计	10,647,645	9,470,401	8,470,776	6,296,615
长期股权投资	2,268,955	2,297,389	2,269,898	2,098,845
固定资产	46,389,497	46,568,355	43,719,235	48,132,201
在建工程	7,302,178	7,336,777	10,232,090	11,105,301
无形资产	2,151,528	2,185,559	2,223,902	2,528,809
非流动资产合计	62,447,434	62,610,219	62,157,900	66,658,056
总资产	73,095,078	72,080,620	70,628,676	72,954,670
占资产总额比（%）				
货币资金	3.62	1.23	1.52	1.61
应收账款	4.87	4.54	4.24	3.35
其他应收款	0.54	0.63	0.56	0.70
预付款项	0.73	0.79	0.74	0.23
存货	2.19	2.17	2.33	2.02
流动资产合计	14.57	13.14	11.99	8.63
长期股权投资	3.10	3.19	3.21	2.88
固定资产	63.46	64.61	61.90	65.98
在建工程	9.99	10.18	14.49	15.22
无形资产	2.94	3.03	3.15	3.47
非流动资产合计	85.43	86.86	88.01	91.37
负债类				
短期借款	6,694,009	7,454,413	4,780,767	3,445,729
应付账款	5,515,132	5,307,766	5,652,865	5,420,985
其他应付款	1,799,962	1,767,983	1,919,612	1,577,161
一年内到期的非流动负债	4,253,837	4,890,727	3,527,116	5,362,376
流动负债合计	2,186,394	1,673,451	22,977,986	20,765,139
长期借款	22,741,025	22,861,558	28,658,518	32,778,971
应付债券	30,307,712	28,936,165	4,119,246	3,466,560
长期应付款	3,978,581	3,936,734	1,279,416	1,706,562
非流动负债合计	35,689,344	34,773,775	34,593,811	38,933,731
负债合计	58,430,369	57,635,333	57,571,796	59,698,870

附件 5 中国大唐集团有限公司(合并)主要财务指标(续表 1)

(单位: 万元)

负债类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	11.46	12.93	8.30	5.77
应付账款	9.44	9.21	9.82	9.08
其他应付款	3.08	3.07	3.33	2.64
一年内到期的非流动负债	7.28	8.49	6.13	8.98
流动负债合计	38.92	39.67	39.91	34.78
长期借款	51.87	50.21	49.78	54.91
应付债券	6.81	6.83	7.15	5.81
长期应付款	1.30	2.38	2.22	2.86
非流动负债合计	61.08	60.33	60.09	65.22
权益类				
实收资本(股本)	2,672,108	2,672,108	2,447,701	2,447,701
资本公积	1,444,795	1,164,966	1,431,399	1,141,691
未分配利润	-1,380,836	-1,366,482	-1,361,394	-1,314,008
归属于母公司所有者权益	6,380,055	6,168,289	5,122,716	4,930,079
少数股东权益	8,284,654	8,276,998	7,934,164	8,325,722
所有者权益合计	14,664,709	14,445,287	13,056,880	13,255,800
损益类				
营业收入	4,698,691	17,066,789	15,836,122	16,592,036
营业成本	3,911,455	14,484,070	12,002,654	11,897,090
销售费用	6,286	32,594	65,216	61,574
管理费用	74,399	472,056	585,453	189,558
财务费用	511,395	1,821,281	1,862,641	2,331,739
投资收益	19,618	384,333	-246,876	195,902
营业利润	143,969	519,678	837,593	1,428,766
营业外收支净额	22,716	127,106	233,658	302,837
利润总额	166,686	646,784	1,071,251	1,731,604
所得税	78,311	142,695	235,666	728,403
净利润	88,375	504,089	835,585	1,003,200
归属于母公司所有者的净利润	12,093	230,946	162,001	115,337
占营业收入比 (%)				
营业成本	83.25	84.87	75.79	71.70
销售费用	0.13	0.19	0.41	0.37
管理费用	1.58	2.77	3.70	1.14
财务费用	10.88	10.67	11.76	14.05
投资收益	0.42	2.25	-1.56	1.18
营业利润	3.06	3.04	5.29	8.61

附件 5 中国大唐集团有限公司(合并)主要财务指标(续表 2)

(单位: 万元)

损益类				
项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
占营业收入比 (%)				
利润总额	3.55	3.79	6.76	10.44
所得税	1.67	0.84	1.49	4.39
净利润	1.88	2.95	5.28	6.05
归属于母公司所有者的净利润	0.26	1.35	1.02	0.70
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	1,571,455	4,153,067	4,914,047	6,962,877
投资活动产生的现金流量净额	-2,206,739	-4,824,193	-4,950,100	-3,708,091
筹资活动产生的现金流量净额	2,291,840	443,500	-54,714	-3,017,146
财务指标				
EBIT	659,077	2,453,579	2,888,197	3,986,507
EBITDA	-	2,481,414	2,906,092	4,017,085
总有息负债	-	48,723,366	47,778,056	49,836,804
毛利率 (%)	16.75	15.13	24.21	28.30
营业利润率 (%)	3.06	3.04	5.29	8.61
总资产报酬率 (%)	0.90	3.40	4.09	5.46
净资产收益率 (%)	0.60	3.49	6.40	7.57
资产负债率 (%)	79.94	79.96	81.51	81.83
债务资本比率 (%)	76.07	77.13	78.54	78.99
长期资产适合率 (%)	80.63	78.61	76.66	78.29
流动比率 (倍)	0.47	0.41	0.37	0.30
速动比率 (倍)	0.40	0.35	0.30	0.23
保守速动比率 (倍)	0.13	0.06	0.06	0.07
存货周转天数 (天)	37.33	39.92	46.83	45.80
应收账款周转天数 (天)	62.77	66.11	61.83	60.32
经营性净现金流/流动负债 (%)	6.87	18.12	22.47	35.24
经营性净现金流/总负债 (%)	2.71	7.21	8.38	11.63
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	3.15	2.03	2.54	2.64
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.32	1.20	1.49	1.51
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.21	1.50	1.53
现金比率 (%)	11.64	4.34	4.68	5.65
现金回笼率 (%)	59.73	109.34	107.98	116.92
担保比率 (%)	17.41	20.53	20.11	6.52

附件 6

各项指标的计算公式

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

² 一季度取 90 天。

³ 一季度取 90 天。

23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

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

注：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。

附件 8

短期债券信用等级符号和定义

信用等级	定义
A-1 级	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
A-2 级	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3 级	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 级	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C 级	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 级	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。