

# 中国南方电网有限责任公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：杨思艺 [syyang@ccxi.com.cn](mailto:syyang@ccxi.com.cn)

项目组成员：王琳博 [lbwang@ccxi.com.cn](mailto:lbwang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 29 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022] 跟踪 2423 号

**中国南方电网有限责任公司：**

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“14 南网债/14 南网债”和“21 南电 MTN002（乡村振兴）”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二二年六月二十九日**

**评级观点:** 中诚信国际维持中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 南网债/14 南网债”和“21 南电 MTN002（乡村振兴）”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司继续保持了雄厚的综合实力及不可替代的战略地位、不断扩大的电网规模及稳步增强的输配电网能力、持续增长的售电量及区域统调最大负荷、极强的盈利、获现和偿债能力以及通畅的融资渠道等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时中诚信国际关注到电网投资额或将保持较高规模和电力体制改革持续推进等因素对公司经营和信用状况造成的影响。

## 概况数据

南方电网（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	9,336.52	10,124.96	10,822.33	10,937.46
所有者权益合计（亿元）	3,784.00	4,070.29	4,195.23	4,314.20
总负债（亿元）	5,552.52	6,054.66	6,627.10	6,623.25
总债务（亿元）	3,540.75	4,174.20	4,543.90	4,609.27
营业总收入（亿元）	5,663.42	5,775.24	6,716.00	1,595.05
净利润（亿元）	138.20	80.70	100.05	35.93
EBIT（亿元）	303.78	248.27	275.34	--
EBITDA（亿元）	1,001.93	994.67	1,101.11	--
经营活动净现金流（亿元）	805.92	678.27	926.04	173.07
营业毛利率(%)	7.59	6.32	5.95	6.86
总资产收益率(%)	3.40	2.55	2.63	--
资产负债率(%)	59.47	59.80	61.24	60.56
总资本化比率(%)	48.34	50.63	51.99	51.65
总债务/EBITDA(X)	3.53	4.20	4.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.11	6.48	7.16	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：电力生产(C150100\_2019\_03)

中国南方电网有限责任公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	营业毛利率(%)*	6.62	5
	总资产收益率(%)*	2.86	4
财务政策与 偿债能力 (28%)	总资本化比率(%)	51.99	8
	经调整后的 CFO/总债务(%)*	15.89	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	6.92	8
	EBITDA/总债务(%)*	25.45	8
规模(24%)	总资产(亿元)	10,822.33	10
	营业总收入(亿元)	6,716.00	10
	可控机组上网电量	10	10
运营实力 (32%)	发电业务竞争力	10	10
	利用水平*	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果		aaa	
BCA		aaa	
支持评级调整		-	
评级模型级别		AAA	

**打分卡定性评估与调整说明：**  
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东和政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

## 正面

- **雄厚的综合实力，不可替代的战略地位。** 电网资源是国家重要的基础设施，电网的安全运行事关国计民生。公司是我国两大国家级电网公司之一，行业地位突出，具有不可替代的战略地位。
- **电网规模不断扩大、输配电网能力稳步增强。** 2021 年以来公司保持了较大的电网建设力度，110 千伏及以上输电线路及电网变电容量逐年上升，公司电网主网架构结构不断完善，输、变电能力持续增强，输、配电指标不断优化。
- **售电量及经营区域统调最大负荷持续增长。** 2021 年以来公司供电区域保持了旺盛的用电需求，售电量及经营区域统调最大负荷持续增长。
- **维持了极强的盈利、获现和偿债能力。** 2021 年以来公司维持了极强的盈利能力及获现水平，为偿债提供了极强的保障。
- **畅通的融资渠道。** 公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年末，公司获得境内外银行授信总计约为 11,500.00 亿元，其中未使用额度约为 8,847.00 亿元，备用流动性充足。

## 关注

- **电网投资额或将保持较高规模。** 2021 年以来，在“双碳目标”以及电力需求快速增加的背景下，新能源高比例并网导致电力平衡出现一定困难，电网安全稳定运营风险和电力外送需求有所增加，这对电网调峰能力、调度能力和网架输送能力提出了更高要求。为解决以上问题，未来电网将着重加快储能发展以提高电网调峰能力、加快构建坚强智能电网以提高电网稳定运营能力和加强送受端区域主网架和跨区输电通道建设以提高远距离输送能力等方面建设。综上来看，电网投资额未来一段时间或将保持较高规模。
- **电力体制改革持续推进。** 近两年电力体制改革持续推进，市场交易模式和电价机制不断完善，其中对电网企业影响较大的为输配电价。目前国家第二轮（2020~2022）输配电价已核定完毕，输配电成本持续下降，给电网企业盈利水平带来一定下行压力。

## 评级展望

中诚信国际认为，中国南方电网有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。** 盈利能力持续大幅下滑，债务规模持续大幅提升等；战略地位发生变化。

**评级历史关键信息**

中国南方电网有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 南电 MTN002 (乡村振兴) (AAA)	2021/06/23	李雪玮、王琳博	<a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 C150100_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	14 南网债/14 南网债 (AAA)				<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 南电 MTN002 (乡村振兴) (AAA)	2021/04/01	李雪玮、王一城、王琳博	<a href="#">中诚信国际电力生产行业评级方法 C150100_2019_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	14 南网债/14 南网债 (AAA)	2014/02/28	吕修磊、颜哲	--	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021年(末)部分电网企业主要指标对比表						
公司名称	售电量 (万亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
国家电网	5.17	46,715.24	55.99	29,711.30	502.69	4,180.58
南方电网	1.24	10,822.33	61.24	6,716.00	100.05	926.04

注：“国家电网”为“国家电网有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
14 南网债/14 南网债	AAA	AAA	2021/06/23	50.00	50.00	2014/03/19~2024/03/19	--
21 南电 MTN002 (乡村振兴)	AAA	AAA	2021/06/23	50.00	50.00	2021/04/12~2024/04/12	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 南网债/14 南网债”共募集资金 50 亿元，用于南方区域电网建设项目和补充营运资金，目前募集资金已按募集承诺用途全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战

有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，

实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

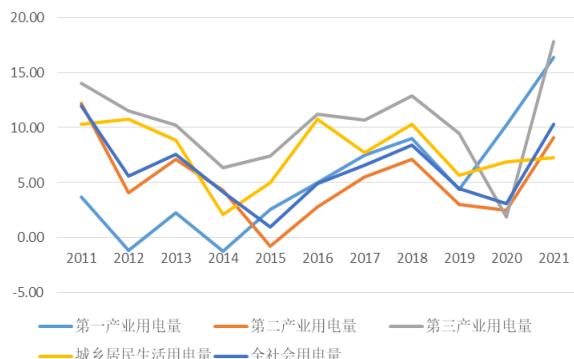
**中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。**

## 近期关注

**2021年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力**

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根据中国电力企业联合会(以下简称“中电联”)数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图1：近年来中国分产业电力消费增速(%)



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2021年的67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

**中诚信国际认为，2021年在出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和国际形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。**

**受“双碳目标”和新能源高比例并网等因素影响，“十四五”期间电网投资额或将保持较高规模，同时也使得电网企业面临较大保供压力；电力体制改革继续推进导致电网企业盈利能力面临下行压力**

目前，我国电网仍以两大电网公司为主、地方供电企业为补充。全国已形成6个跨省的大型区域电网，并基本形成了完整的长距离输电电网网架。

2021年以来，在“双碳目标”以及电力需求快速增加的背景下，新能源高比例并网导致电力平衡

出现一定困难，电网安全稳定运营风险和电力外送需求有所增加，这对电网调峰能力、调度能力和网架输送能力提出了更高要求。为解决以上问题，未来电网将着重加快储能发展以提高电网调峰能力、加快构建坚强智能电网以提高电网稳定运营能力和加强送受端区域主网架和跨区输电通道建设以提高远距离输送能力等方面建设。综上来看，电网投资额未来一段时间或将保持较高规模。

为加快储能发展，国家能源局发布了《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》（简称“抽蓄规划”）根据抽蓄规划，到2025年和2030年，抽水蓄能投产总规模将分别达到6,200万千瓦以上及1.2亿千瓦左右。电网企业是抽水蓄能项目建设的重要主体，其中国家电网宣布在“十四五”期间新增开工2,000万千瓦以上装机、1,000亿元以上投资规模的抽水蓄能电站。

“十四五”规划纲要提出，要加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力。其中特高压建设方面，截至2021年末，我国已累计建成“15交17直”共计32条在运特高压线路。“十四五”期间将迎来特高压开工建设潮，其中国家电网特高压交直流工程计划总投资约3,800亿元，预计新增特高压交流线路3万公里、变电容量3.4亿千伏安，其中2022年计划开工“10交3直”共13条特高压线路。

近两年电力体制改革持续推进，市场交易模式和电价机制不断完善，其中对电网企业影响较大的为输配电价。目前国家第二轮（2020~2022）输配电价已核定完毕，输配电成本持续下降，给电网企业盈利水平带来一定下行压力。

2021年9月以来出现了全国性的“电力供需紧张潮”，20余省区执行有序用电，电网企业保供压力较大，需要电网企业在科学安排电网运行方式、加强输电通道和供电线路检测和提升应急处置能力

等方面采取措施以保障电力供应。

**中诚信国际认为，随着“双碳目标”提出和电力需求快速增加，新能源高比例并网对电网企业带来了一系列挑战，电网投资额或将保持较高规模。同时电力体制改革的持续推进使得输配电价不断降低，进而对电网企业盈利水平带来一定下行压力。**

## 2021年，公司产权结构及治理结构保持稳定

跟踪期内，公司股权结构发生较大变化<sup>1</sup>。2021年12月，国务院国资委、广东省政府、海南省政府、中国人寿保险（集团）公司共同签署了《关于完善中国南方电网有限责任公司股权结构推动高质量发展合作协议》。根据方案，南方电网股权结构调整为国务院国资委持股51%、广东省人民政府持股25.57%、中国人寿保险（集团）公司持股21.3%、海南省人民政府持股2.13%，实现股权结构与管理关系一致，目前工商变更程序尚未完成。除此之外的公司治理及内控制度等较最近主体报告未发生重大变动。

## 公司在电网运行方面拥有不可替代的战略地位； 2021年以来，随着电网建设力度的持续加大，公司 电网输送能力不断增强，售电量保持增长态势

电网资源是国家重要的基础设施，电网的安全运行事关国计民生。公司是我国两大国家级电网公司之一，行业地位突出，具有不可替代的战略地位。供电区域方面，南方电网覆盖五省区（广东、广西、云南、贵州和海南）、紧密联接港澳，并与周边国家和地区多点相连，在区域电网运行方面拥有不可替代的战略地位。截至2021年末，公司供电面积100万平方公里，供电总人口达2.54亿人，供电客户1.07亿户。2021年以来，公司不断加大电网建设力度，110千伏及以上输电线路长度及变电设备容量持续增长。同时，区域平台资源优化配置作用不断提升，西电东送已经形成“八条交流、十一条直流”

<sup>1</sup>截至2020年末，广东省人民政府持有公司38.40%股权，中国人寿保险（集团）公司持有公司32.00%股权，国家电网有限公司持有公司26.40%股权，海南省人民政府持有公司3.20%股权。其中，根据公司出具的2019年3月1日《企业产权登记表》，公司已办理完毕国有产权登记相关法

律手续，原股东国家电网已实质变更为国务院国有资产监督管理委员会，国家电网不再作为公司股东享有权利或承担义务，上述变更事宜的工商变更登记手续尚未完成。

<sup>2</sup>19条500千伏及以上大通道，送电规模超过5,800万千瓦，统调最大负荷持续提升。此外，2021年以来公司全网综合线损率进一步下降，电网输送能力稳步增强。

网内电源方面，2021年以来，并网装机容量保持增长，截至2021年末，全网总装机容量增至3.7亿千瓦；其中火电1.6亿千瓦、水电1.2亿千瓦、核电1,960.8万千瓦、风电3,407.6万千瓦以及光伏2,292.8万千瓦，分别占比42.7%、32.3%、5.3%、9.2%、6.2%。2021年，公司非化石能源电量占比为48.9%，受益于西电东送大通道建设的推进，清洁能源消纳能力处于很高水平。

**表1：近年来公司电力供应指标**

指标	2019	2020	2021
电网建设投资（亿元）	1,060	907	912
110千伏及以上输电线路长度（万千米）	23.3	24.8	25.6
110千伏及以上变电容量（亿千伏安）	10.6	11.2	11.6
统调最大负荷（亿千瓦）	1.87	2.00	2.16
全网综合线损率（%）	5.80	5.71	5.21

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

经营效率方面，2021年以来，公司供电区域保持了较为旺盛的用电需求，带动公司售电量持续增长，但西电东送完成量有所减少。2022年一季度，南方五省全社会用电量较上年同期增长2.53%，受新冠肺炎疫情反复影响，增速有所下降。电力体制改革方面，2021年以来公司网内市场化交易电量规模不断提升，客户用电成本不断降低，同时市场化交易机制不断完善，增量配电改革和现货交易稳步推进。

境外业务方面，公司积极推动与周边国家电网

互联互通及电力合作，通过14回110千伏及以上线路与缅甸、老挝、泰国、柬埔寨和越南等周边国家电网相联。另外，公司将清洁的核电、西部水电等清洁电力输送给港澳，每年对港送电约占香港总用电的四分之一，对澳送电占澳门总用电量超过八成。截至2021年末，公司累计向越南送电394.9亿千瓦时，向老挝送电11.5亿千瓦时，向缅甸购电215.4亿千瓦时，对缅甸送电19.4亿千瓦时。

**表2：近年来公司主要运营指标**

指标	2019	2020	2021
售电量（亿千瓦时）	10,518	11,068	12,363
西电东送完成量（亿千瓦时）	2,265	2,305	2,206
省内市场化交易电量（亿千瓦时）	4,100	4,947	--
用户侧平均降价幅度（元/千瓦时）	0.074	0.068	--
电力市场化交易降低客户用电成本（亿元）	274	336	--
中心城区停电时间（小时/户）	0.57	0.49	--
全口径停电时间（小时/户）	10.81	9.51	--
城市地区供电可靠率（%）	99.96	99.97	--
农村供电可靠率（%）	99.82	99.84	--
城市居民受电端电压合格率（%）	99.79	99.85	--
农村居民受电端电压合格率（%）	98.95	99.39	--

注：由于公司2021年度社会责任报告尚未披露，部分数据无法获取。

资料来源：公司社会责任报告，中诚信国际整理

## 未来随着电网建设项目的陆续投运，公司电网输送能力将进一步增强

未来公司将聚焦于成为具有全球竞争力的一流企业，加快建设现代化电网，推进电网数字化及智能化的转型。

在建项目方面，截至2021年末，公司主要在建项目为抽水蓄能电站及特高压输电项目。总体来看，未来随着电网建设项目陆续投运，公司电网输送能力将进一步增强。

**表3：截至2021年末公司主要在建项目情况（亿元）**

在建项目名称	建设内容	计划总投资	已投资
梅州抽水蓄能电站	4台30万千瓦抽水蓄能机组及相关辅助配套设施	70.52	40.59
广东阳江抽水蓄能电站	3台40万千瓦抽水蓄能机组及相关辅助配套设施	76.26	40.27
广东电网直流背靠背广州工程（大湾区中通道直流背靠背工程）	建设300万千瓦安直流背靠换流设备	50.70	21.45
500kV南粤直流背靠背工程	建设300万千瓦安直流背靠换流设备	47.97	15.05

<sup>2</sup>500千伏天广交流四回，贵广交流四回；±500千伏天广直流、江城直流、高肇直流、兴安直流、牛从双回直流、金中直流，以及±800千伏楚

穗特高压直流、普侨特高压直流、新东特高压直流、昆柳龙特高压直流。

粤港澳湾区外环（中段）线路工程（惠州段）	--	19.62	9.04
广州番禺楚庭（穗西）输变电	--	18.96	3.52
湛江 500 千伏芷寮（湛北）输变电工程	--	7.17	3.40
广州环西输变电	--	7.72	3.36
云南电力调度控制中心及信息技术业务用房二期	--	8.90	3.14
500 千伏芷寮至回隆线路工程（茂名段）	--	13.52	3.10
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>321.34</b>	<b>142.92</b>

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的公司 2019~2021 年审计报告以及公司披露的未经审计的 2022 年一季度财务报表。财务数据均采用当期财务报表期末数，并且均为合并口径。

为计算有息债务，中诚信国际分析时将公司“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券调入短期债务；将“租赁负债”调入长期债务。

### 2021 年以来，售电量增长带动公司经营性盈利能力回升，可观的投资收益亦对利润形成了有效补充

公司主营业务突出，收入主要来源于电力供应业务。2021 年，受益于经济修复用电需求增加和电网输送能力增强，公司售电量保持增长，营业总收入同比增加。但随着电力市场化交易的推进及让利的增加，公司营业毛利率同比下降。2022 年一季度，用电需求的增长推动公司营业总收入较上年同期增长 14.34%，营业毛利率与上年同期基本持平。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用。2021 年随债务规模增加，公司财务费用持续增长。同时，持续扩大的经营规模使得管理费用及研发费用亦不断增加，共同导致期间费用合计同比增长。2022 年一季度，公司期间费用较上年同期增长 4.73%。但受益于相对较快的收入增速，2021 年以来期间费用率持续下降。整体来看，公司期间费用率处于很低水平，期间费用控制能力很强。

2021 年以来，公司继续保持了很强的盈利能力，经营性业务利润为公司利润的主要来源。2021

年，受益于售电量的增长及其他收益的增加，公司经营性业务利润同比上升。同时，参股优质资产提供了可观的投资收益，以及资产处置收益规模较大，为公司利润形成了有效补充。受益于以上因素，2021 年公司利润总额同比增长 20.98%，加之折旧和摊销的增长，EBIT、EBITDA 和总资产收益率均同比上升。

2022 年一季度，受益于下游用电需求增加等因素，公司经营性业务利润继续保持增长态势，叠加投资收益同比增加影响，当期利润总额较上年同期增长 16.34%。

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	5,663.42	5,775.24	6,716.00	1,595.05
营业毛利率(%)	7.59	6.32	5.95	6.86
期间费用合计	265.30	291.17	317.92	68.60
期间费用率(%)	4.68	5.04	4.73	4.30
经营性业务利润	152.71	69.28	77.74	31.12
其中：其他收益	10.17	10.55	15.52	2.34
投资收益	29.12	30.04	33.49	12.84
资产处置收益	0.99	7.28	16.49	0.97
利润总额	180.34	111.29	134.64	46.53
EBIT	303.78	248.27	275.34	--
EBITDA	1,001.93	994.67	1,101.11	--
总资产收益率(%)	3.40	2.55	2.63	--

注：由于缺乏相关数据，2022 年 1~3 月部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**随着项目建设的持续推进，2021 年以来公司总资产和总债务规模保持增长，同时受益于利润积累、接受用户资产和子公司上市等因素，所有者权益规模亦有所增加，财务杠杆水平仍处于合理区间**

公司资产以固定资产等非流动资产为主，符合重资产行业特征，2021 年以来，公司总资产规模保持增长。细分来看，随着项目建设的持续推进并结

转，公司固定资产及在建工程合计规模持续增长。此外，长期股权投资随着参股资产盈利而有所增加；无形资产主要为土地使用权、特许权和软件，近年来亦维持一定规模。流动资产方面，2021年以来，公司货币资金规模先增后减，但仍保持较大规模。截至2021年末，受限货币资金为41.91亿元，主要为央行存款准备金。应收账款主要为应收电费等，2021年以来持续快速增长。

公司经营性负债主要为应付账款和其他应付款等。公司应付账款主要为应付上游各电厂的购电费，近年来维持在一定规模，而其他应付款随着未结算工程款减少而持续下降。受电网等项目建设持续推进影响，2021年以来公司总债务规模有所增长，其中短期债务占比有所上升，但公司债务仍以长期债务为主，债务期限结构合理。所有者权益方面，2021年以来公司收到农网升级改造工程资金、接收用户资产以及下属南方电网电力科技股份有限公司上市等事项推动资本公积进一步增加，加之利润积累，所有者权益规模持续增长。2021年以来，随着债务规模的增长，公司财务杠杆整体有所上升，但整体仍处于较为合理区间。

**表5：近年来公司资产、债务结构及资本实力情况  
(亿元、%)**

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	284.84	266.96	284.32	228.86
应收账款	524.51	527.50	599.34	694.15
<b>流动资产</b>	<b>1,028.98</b>	<b>1,064.90</b>	<b>1,212.43</b>	<b>1,285.67</b>
长期股权投资	351.40	356.52	413.56	425.06
固定资产	6,388.62	7,004.72	7,575.04	7,537.01
在建工程	955.86	1,024.01	843.57	895.03
无形资产	293.27	312.89	342.28	331.69
<b>非流动资产</b>	<b>8,307.54</b>	<b>9,060.06</b>	<b>9,609.90</b>	<b>9,651.79</b>
<b>总资产</b>	<b>9,336.52</b>	<b>10,124.96</b>	<b>10,822.33</b>	<b>10,937.46</b>
应付账款	752.50	729.46	796.81	711.06
其他应付款	609.80	537.59	533.61	490.10
短期债务	827.52	784.50	1,491.81	1,466.83
长期债务	2,713.23	3,389.70	3,052.10	3,142.44
短期债务/长期债务(X)	0.30	0.23	0.49	0.47
<b>总债务</b>	<b>3,540.75</b>	<b>4,174.20</b>	<b>4,543.90</b>	<b>4,609.27</b>
<b>总负债</b>	<b>5,552.52</b>	<b>6,054.66</b>	<b>6,627.10</b>	<b>6,623.25</b>
其他权益工具	149.82	149.60	49.52	49.52

<sup>3</sup> 若将其他权益工具中的永续债计入债务，2019~2021年末及2022年3

资本公积	1,417.10	1,491.25	1,616.78	1,653.75
盈余公积	844.71	1,005.25	1,009.78	1,009.78
未分配利润	659.00	635.53	710.66	743.38
少数股东权益	95.81	178.50	204.17	253.41
<b>所有者权益</b>	<b>3,784.00</b>	<b>4,070.29</b>	<b>4,195.23</b>	<b>4,314.20</b>
资产负债率	59.47	59.80	61.24	60.56
总资本化比率 <sup>3</sup>	48.34	50.63	51.99	51.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2021年以来，公司保持了极强的经营性获现能力和偿债能力

2021年以来，公司继续保持了极强的经营性获现能力，经营活动净现金流持续增加；随着工程建设的不断推进，公司保持较大规模的投资力度，但对外融资规模有所减少。公司目前在建、拟建项目规模相对较大，预计未来公司仍将保持一定的投融资需求。

2021年，盈利及获现能力的提升推动EBITDA及经营活动净现金流相关偿债指标均同比优化，且处于很好水平。

**表6：近年来公司现金流及偿债指标情况(亿元、X)**

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	805.92	678.27	926.04	173.07
投资活动净现金流	-1,231.66	-1,090.62	-1,015.99	-276.29
筹资活动净现金流	468.69	395.28	138.85	40.24
经营活动净现金流/总债务	0.23	0.16	0.20	0.15*
经营活动净现金流利息保障倍数	5.72	4.42	6.02	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	18.64	12.23	16.80	11.14*
总债务/EBITDA	3.53	4.20	4.13	--
EBITDA 利息保障倍数	7.11	6.48	7.16	--

注：由于缺少相关数据，2022年一季度部分指标无法计算，带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司与金融机构保持了良好的合作关系，备用流动性充足；或有负债风险及受限资产占比很小

公司与金融机构保持了良好的合作关系，截至2021年末，公司获得境内外银行授信总计约为11,500.00亿元，其中未使用额度约为8,847.00亿

月末，公司总资本化比率分别为50.38%、52.44%、52.56%和52.21%。

元，为公司发展提供了极强的资金保障。

截至 2021 年末，公司对其他单位提供债务担保形成的或有负债为 0.56 亿元。同期末，公司及下属子公司 2021 年未决诉讼或仲裁形成的或有负债为 14.88 亿元。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 53.88 亿元，占同期末总资产的比重为 0.50%，规模很小。

**表 7：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）**

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	41.91	中央银行存款准备金等
应收账款	5.87	贷款抵押担保
固定资产	5.31	贷款抵押担保
无形资产	0.80	贷款抵押担保
<b>合计</b>	<b>53.88</b>	--

资料来源：公司提供

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 2 月 9 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司是国务院国资委直属的电网企业，承担较多社会责任，可在资源获取等方面得到政府的大力支持**

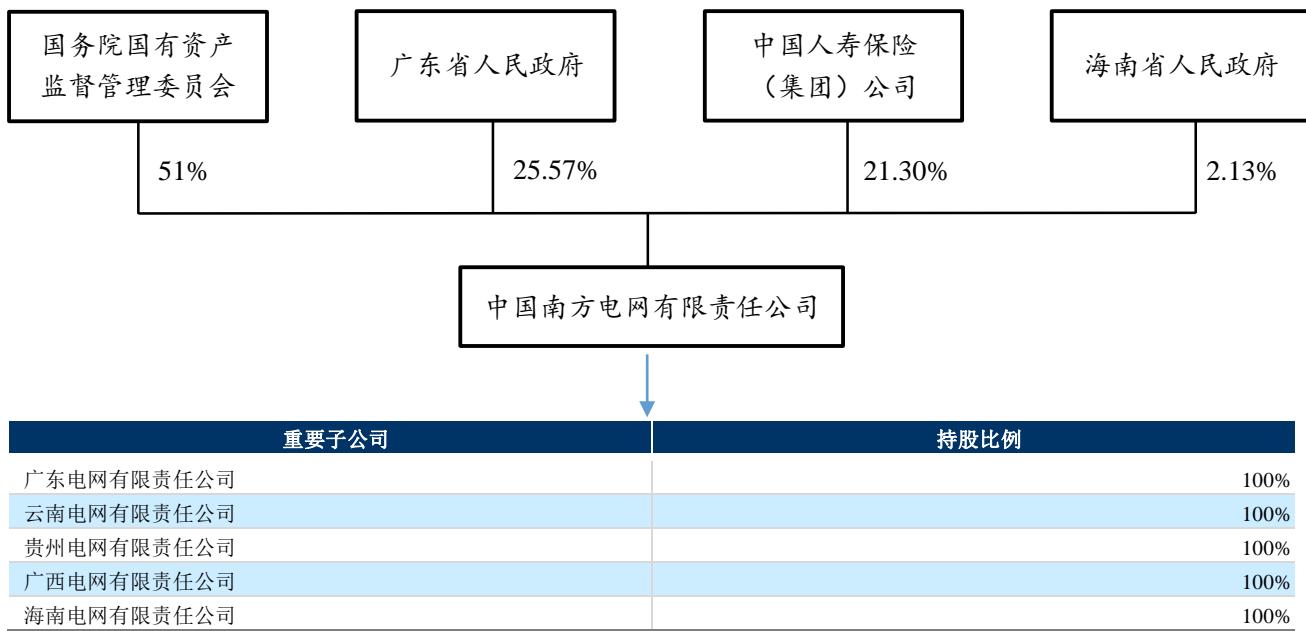
公司作为国务院国资委直属企业，资产规模雄厚。作为国有能源骨干企业，公司不仅服务于能源资源的优化配置，保障国家能源安全，而且对提升国民经济的整体竞争力发挥着重要作用。电网业务具有显著的基础性和公益性。同时，公司也承担了较多社会责任，且近年来国家出台了多项积极的产业发展政策，为电网行业及其发展创造了良好的政策环境。整体来看，公司综合实力雄厚，具有不可替代的战略地位，可在资源获取等方面得到政府的大力支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国南方电网有限

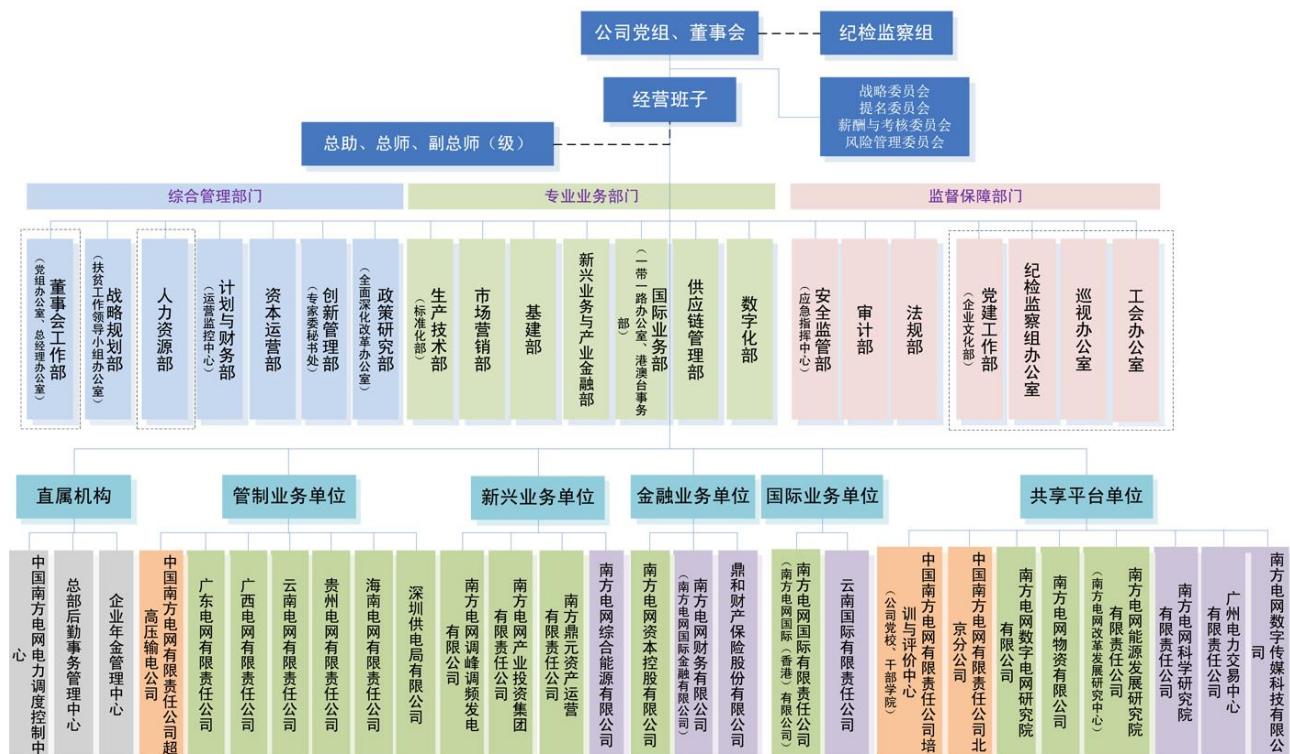
责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 南网债/14 南网债”和“21 南电 MTN002（乡村振兴）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：中国南方电网有限责任公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



注：目前工商变更程序尚未完成。

中国南方电网有限责任公司组织机构图



资料来源：公司提供

## 附二：中国南方电网有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2,848,382.99	2,669,599.05	2,843,244.13	2,288,555.82
应收账款净额	5,245,054.93	5,274,997.60	5,993,374.72	6,941,455.01
其他应收款	104,458.05	209,939.29	193,481.01	173,633.58
存货净额	297,248.02	336,236.47	357,760.25	461,289.92
长期投资	4,407,914.50	4,592,814.69	5,020,390.99	5,080,146.91
固定资产	63,886,172.31	70,047,238.53	75,750,417.17	75,370,094.73
在建工程	9,558,635.22	10,240,066.38	8,435,746.14	8,950,282.56
无形资产	2,932,700.20	3,128,931.96	3,422,833.55	3,316,923.49
总资产	93,365,226.31	101,249,590.78	108,223,257.26	109,374,580.96
其他应付款	6,098,018.23	5,375,948.04	5,336,131.66	4,900,999.32
短期债务	8,275,199.05	7,844,998.81	14,918,081.11	14,668,264.64
长期债务	27,132,348.90	33,897,048.82	30,520,959.14	31,424,389.52
总债务	35,407,547.95	41,742,047.63	45,439,040.25	46,092,654.16
净债务	32,559,164.96	39,072,448.59	42,595,796.12	43,804,098.34
总负债	55,525,200.11	60,546,641.66	66,270,982.81	66,232,540.27
费用化利息支出	1,234,309.71	1,369,798.02	1,406,994.87	--
资本化利息支出	175,200.00	164,715.40	130,830.96	--
所有者权益合计	37,840,026.20	40,702,949.11	41,952,274.45	43,142,040.69
营业总收入	56,634,191.02	57,752,408.20	67,160,048.11	15,950,532.15
经营性业务利润	1,527,063.31	692,809.15	777,392.84	311,246.78
投资收益	291,247.09	300,415.47	334,915.76	128,383.32
净利润	1,382,021.50	807,047.63	1,000,545.21	359,323.72
EBIT	3,037,751.66	2,482,690.56	2,753,373.34	--
EBITDA	10,019,251.66	9,946,733.98	11,011,051.82	--
经营活动产生现金净流量	8,059,151.81	6,782,681.71	9,260,358.08	1,730,689.12
投资活动产生现金净流量	-12,316,629.58	-10,906,151.28	-10,159,930.24	-2,762,864.92
筹资活动产生现金净流量	4,686,908.42	3,952,820.00	1,388,491.25	402,388.20
资本支出	11,763,322.43	10,874,673.17	10,029,122.71	2,119,320.09
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	7.59	6.32	5.95	6.86
期间费用率(%)	4.68	5.04	4.73	4.30
EBITDA 利润率(%)	17.69	17.22	16.40	--
总资产收益率(%)	3.40	2.55	2.63	--
净资产收益率(%)	3.77	2.06	2.42	3.38*
流动比率(X)	0.40	0.45	0.39	0.43
速动比率(X)	0.39	0.44	0.38	0.41
存货周转率(X)	179.56	169.89	181.17	144.68*
应收账款周转率(X)	10.79	10.92	11.86	9.84*
资产负债率(%)	59.47	59.80	61.24	60.56
总资本化比率(%)	48.34	50.63	51.99	51.65
短期债务/总债务(%)	23.37	18.79	32.83	31.82
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	0.16	0.20	0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.97	0.86	0.62	0.47*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.72	4.42	6.02	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	18.64	12.23	16.80	11.14*
总债务/EBITDA(X)	3.53	4.20	4.13	--
EBITDA/短期债务(X)	1.21	1.27	0.74	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.11	6.48	7.16	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.16	1.62	1.79	--

注：2022年一季度财务报表未经审计；为计算有息债务，中诚信国际分析时将公司“其他流动负债”科目中的（超）短期融资券调入短期债务，将“租赁负债”调入长期债务；加“\*”指标经年化处理；由于缺少数据，2022年一季度部分指标无法计算。

## 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	=长期债务+短期债务
	=总债务-货币资金
	=负债总额/资产总额
经营效率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	=存货平均净额/营业成本
	=应收账款平均净额/营业收入
盈利能力	=（应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额））/360天
	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入
	=营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	=利润总额+费用化利息支出
	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	=EBIT/总资产平均余额
	=净利润/所有者权益合计平均值
	=EBIT/当年营业收入
现金流	=EBITDA/当年营业总收入
	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	=经营活动净现金流（CFO-股利）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	=流动资产/流动负债
	=（流动资产-存货）/流动负债
	=费用化利息支出+资本化利息支出
	=EBITDA/利息支出
	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。