

中国南方电网有限责任公司

公开发行 2019 年公司债券（第二期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2019)010476】

**评级对象:** 中国南方电网有限责任公司公开发行 2019 年公司债券(第二期)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA

**计划发行:** 65 亿元

**本期发行:** 65 亿元

**存续期限:** 品种一为 3 年; 品种二为 5 年

**增级安排:** 无

**评级时间:** 2019 年 5 月 13 日

**发行目的:** 偿还有息负债和补充流动资金

**偿还方式:** 每年付息, 到期一次还本付息

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	332.92	321.50	356.91
刚性债务	349.01	374.87	340.22
所有者权益	1783.34	1897.54	2232.28
经营性现金净流入量	149.05	92.40	112.70
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	6892.98	7416.27	8149.97
总负债	4176.05	4499.74	4924.80
刚性债务	2438.27	2595.59	3007.27
所有者权益	2716.93	2916.53	3225.17
营业收入	4711.59	4891.18	5326.41
净利润	160.26	137.34	126.15
经营性现金净流入量	981.88	829.40	875.18
EBITDA	905.58	844.62	910.94
资产负债率[%]	60.58	60.67	60.43
权益资本与刚性债务比率[%]	111.43	112.36	107.25
流动比率[%]	23.95	23.35	20.79
现金比率[%]	13.37	16.03	11.38
利息保障倍数[倍]	3.05	2.66	2.29
净资产收益率[%]	6.19	4.88	4.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	51.24	36.83	33.93
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.56	-0.97	-7.95
EBITDA/利息支出[倍]	8.95	8.16	7.43
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.34	0.33

注: 根据南方电网经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

### 分析师

李育 liyu@shxsj.com  
 李超男 lcm@shxsj.com  
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 评级观点

#### 主要优势:

- **资本实力雄厚。**南方电网是我国两大国有电网公司之一, 为国有重点骨干企业; 公司股东为国家电网、广东省人民政府、海南省人民政府和中国人寿, 国务院国资委为其实际控制, 公司股东背景良好, 资本实力雄厚。
- **区域垄断性。**南方电网主要供电区域主要集中于广东、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)电网的唯一运营商, 行业地位突出, 具有极强的区域垄断性。
- **售电量、电网规模及营业收入保持增长。**2016 年以来, 我国南方五省(区)用电量增速呈快速回升态势, 南方电网售电量保持增长; 公司持续推进电网建设力度, 电网规模不断扩大, 加之公司严控成本, 近年来公司营业收入和净利润保持很高水平。
- **现金回流能力很强。**南方电网电力供应业务收现能力很强, 公司经营活动现金流状况良好, 对债务保障程度很高。

#### 主要风险:

- **电力体制改革。**近年来, 随着电力体制改革的不断推进, 电力供应行业传统的盈利模式有所转变, 南方电网未来盈利水平或将受到一定影响。
- **自然灾害风险。**南方电网跨区域经营, 覆盖范围大, 当出现地震、暴雪等自然灾害时, 公司资产容易遭受重大损失, 且可能由于设备或线路损毁而导致大面积停电或其他安全事故, 对公司生产经营或造成一定影响。
- **资本性支出压力。**目前, 南方电网在建和拟

建项目投资规模很大，未来公司仍将面临一定的资本支出压力。

### ➤ 未来展望

通过对南方电网及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中国南方电网有限责任公司  
公开发行 2019 年公司债券（第二期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

中国南方电网有限责任公司（简称“南方电网”、“该公司”或“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。公司于2002年12月29日正式挂牌并开始运作，2004年6月18日完成工商注册登记手续。2006年12月，广东省人民政府将所持有的公司部分股权转让给中国人寿保险（集团）公司（简称“中国人寿”），截至2018年末，广东省人民政府持有公司38.40%股权，中国人寿持有公司32.00%股权，国家电网有限公司（简称“国家电网”）持有公司26.40%股权，海南省人民政府持有公司3.20%股权。根据组建方案、章程及其他相关文件，公司由中央直接管理，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）代表国务院履行出资人职责，国务院国资委为公司实际控制人。公司股权结构图详见附录一。

该公司是国有重点骨干企业，主要以经营广东省、广西壮族自治区、云南省、贵州省和海南省（简称“南方五省（区）”）电网业务为主，是国家授权的南方五省（区）电网的唯一运营商，肩负着保证供电安全、规划南方电网、培育南方电力市场以及管理电力调度和电力交易的重要职责。此外，公司作为国务院确认的大湄公河次区域电力合作中方执行单位，近年来加强与港澳地区、大湄公河次区域国家的电力合作，参与能源开发和电力市场交易等。2018年，公司完成售电量9702亿千瓦时，西电东送电量2175亿千瓦时，实现营业收入5326.41亿元，净利润126.15亿元。截至2018年末，公司资产总额8149.97亿元，所有者权益为3225.17亿元。2018年公司位居世界500强企业第110位，综合实力很强。

### 2. 债项概况

#### (1) 债券条款

该公司本期债券拟发行规模为65亿元，用于偿还有息负债和补充流动资

金。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

债券名称:	中国南方电网有限责任公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）
总发行规模:	65 亿元人民币
本期发行规模:	65 亿元人民币
本期债券期限:	品种一为 3 年期；品种二为 5 年期
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付
增级安排:	无

资料来源：南方电网

## **(2) 募集资金用途**

该公司拟使用本期债券所募集资金偿还有息负债和补充流动资金。

# **业务**

## **1. 外部环境**

### **(1) 宏观因素**

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新

兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要

目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

电网是国民经济中最重要基础设施之一，国家高度重视电网的安全稳定运行，鼓励和支持电网行业发展，电网供应行业地位突出，具有极强的地域垄断性，市场格局稳定。近年来，我国电网投资持续增强，资源优化配置能力有了显著提升。

### A. 行业概况

2018 年度我国全社会用电量 6.85 万亿千瓦时，同比增长 8.5%。用电需求结构进一步完善，第三产业和城乡居民用电占比提升，第二产业用电占比下降。其中，第一、二、三产业及城乡居民生活用电量分别为 728 亿千瓦时、47235 亿千瓦时、10801 亿千瓦时和 9685 亿千瓦时，同比分别增长 9.8%、7.2%、12.7% 和 10.4%。

电网是国民经济中最重要基础设施之一，国家高度重视电网的安全稳定运行，鼓励和支持电网行业发展，电网供应行业地位突出，具有极强的地域垄断性，市场格局稳定。近年来，我国电网建设持续增强，资源优化配置能力有了显著提升。一是电网投资继续向配网及农网倾斜，新一轮农网改造升级取得阶段性重大进展。截至 2018 年末，我国电网工程建设完成投资 5373 亿元，同比增长 0.6%，其中，110 千伏及以下电网投资比重占电网总投资比重超 50%；新一轮农网改造取得阶段性重大进展，完成了《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》（国办发[2016]9 号）文件中“中心村电网改造升级，实现平原地区机井用电全覆盖”的任务。

二是多条特高压交直流工程投产，资源优化配置能力提升。全年共建成“两交六直”特高压输电工程，其中，国家大气污染防治行动计划特高压交直流工程全面建成。2018 年，我国全国跨区、跨省送电分别完成 4807 和 12936 亿千瓦时，同比分别增长 13.5% 和 14.6%，增速同比分别提高 1.4 和 1.9 个百分点。特高压项目推动跨区跨省送电，其中山西晋北-江苏淮安、宁夏灵州-浙江绍兴特高压线路输电量分别拉动全国跨区送电量增长 2.0 和 4.2 个百分点。

三是电网企业经营面临较大挑战。一方面，电网企业收入增长将放缓。截至 2017 年末，我国已完成 32 个省级电网输配电价改革，平均输配电价比现行购销价差平均每千瓦时减少将近 1 分钱，进而核减 32 个省级电网准许收入约 480 亿元。另一方面，电网企业履行电力普遍服务，贯彻落实脱贫攻坚、乡村

振兴、援疆援藏、区域协调等战略部署，不断加大农网建设投资，重点聚焦“三区三州”等深度贫困地区、边疆地区，民族地区和东北老工业基地，部分省级电网企业亏损。

我国电力改革的关注点包括输配电价改革、售电侧改革、增配电网管理权下放，电改将实现“三放开、一独立、一深化和三加强”。其中“输配电价改革”是电改的关键一环。我国电力改革的深入是在改进现有的定价策略和价格上的竞争的基础上逐步推进市场价格机制、垄断环节价格规范化，并逐步实现由政府定价向市场定价和政府定价的变换。随着电力体制改革的逐步推进，国家发改委、能源局密集出台省级电改方案，《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》、《电力中长期交易基本规则》等核心配套文件相继落地，2017年各省相继制定并采取措施，落实发改委出台的《省级电网输配电价定价方法（试行）》，大力推进电力市场化交易，电力市场建设初具规模，交易电量累计 1.63 万亿千瓦时，同比增长 45%，占全社会用电量比重达 26%左右，同比提高 7 个百分点。“跨省跨区电力市场化交易有效减少了弃水弃风弃光。初步统计，跨省跨区清洁能源送出电量 5870 亿千瓦时，占总送电量的 54.5%，其中，完成西南水电送出 2638 亿千瓦时，增长 10.2%，为减少西南水电弃水发挥了积极作用；实现风电、光伏发电跨省外送市场化交易电量 366 亿千瓦时，同比增加 26%，缓解了“三北”地区弃风弃光压力。”2018 年西电东送电量 2175 亿千瓦时，西电东送任务超额完成，同比增长 7.20%，增速上升 4.35 个百分点。

## B. 政策环境

电力行业属于公共事业，具有一定的公益性质，目前我国电力行业属于垄断行业。但是随着 2015 年 11 月中央政府《关于印发电力体制改革配套文件的通知》，也就是业内所说的“六大配套文件”的推出，我国电力行业将很可能一改目前的竞争格局，电力市场将进一步放开，电力企业的竞争将加剧；在响应中央积极推行清洁能源的号召前提下，成本控制等因素将成为影响企业竞争力的核心因素。

目前，电力体制改革试点已覆盖除西藏以外的所有省份，以综合试点为主、多模式探索的改革格局已初步形成，全国在电力交易机构注册的售电公司已达 1859 家，启动了 106 个试点项目。另一方面，电力体制改革也面临一些突出问题，如市场化交易面临区域壁垒外，行政干预市场化定价等。根据中电联 2018 年 2 月 7 日披露的电力市场交易数据来看，2017 年，市场化交易电量合计为 16324 亿千瓦时，其中，各省内市场交易电量 13400 亿千瓦时（含发电权交易电量），省间（含跨区）市场交易电量合计 2924 亿千瓦时，交易电量占电网销售电量比重（即销售电量市场化率）达到 33.5%。分区域来看，南方、西北、华北三个区域销售电量市场化率较高，均超过了 35%，华中区域、东北区域低于全国水平。未来预计我国市场化交易电量会有进一步增长空间。

我国《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》指出，建设现代能源体系，加强跨区域骨干能源输送网络建设，优化建设电网主网架和跨区域输电



通道；积极构建智慧能源系统。近年来，电网投资落后于电源投资的局面正在逐步改善，电网投资在电力投资中的比重由 2005 年的 31.1% 上升到 2016 年的 61.3% 再到 2017 年的 66.31%。“十一五”、“十二五”期间电网投资占电力投资比例分别达到 46% 和 48%，“十三五”期间，电网建设将进一步加快，资源配置更趋合理。受益于国家配电网建设改造行动计划、农村电网改造升级等政策，近年来全国电网投资规模和增速逐步超过电源项目投资。

2016 年 11 月，国家发改委发布《电力发展“十三五”规划（2016-2020 年）》，提出南方五省（区）在“十三五”期间形成“八交十一直”的输电通道，送电规模达到 4850 万千瓦。截至 2017 年末，南方电网已形成“八交十直”218 条 500 千伏及以上主网架，送电能力超 4750 万千瓦。未来，南方五省（区）在配网、农网改造等领域投资需求较大，预计电网相关投资仍将保持较大规模。

近年来，中央政府不断为实体经济企业降成本，用电成本是其中重要内容之一。2018 年 3 月，《2018 年国务院政府工作报告》明确要求“降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”；当月，国家发改委发布《关于降低一般工商业电价有关事项的通知》，自 2018 年 4 月 1 日起临时性降低输配电价，并全面清理规范电网企业在输配电价以外的收费项目。总体来看，随着电力体制改革的深入推进、“降成本”相关政策的实施，未来电网公司盈利水平将受到一定影响。

### C. 竞争格局/态势

目前，我国电网行业主要有两大国有电网运营企业，分别为国家电网和南方电网，均为由中央直接管理的国有重要骨干企业，以建设和运营电网为核心业务。从供电区域来看，国家电网主要经营区域覆盖我国 26 个省、自治区和直辖市，覆盖我国国土面积的 88%，拥有 54 个直接控股子公司，供电人口超过 11 亿人，是全球最大公用事业企业。南方电网主要供电区域主要集中于广东、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)电网的唯一运营商。

图表 2. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	售电量 (万亿千瓦时)	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
国家电网有限公司	25602.54	6.73	4.24	39293.06	56.69	565.10	4315.12
中国南方电网有限责任公司	5326.41	5.61	0.97	8149.97	60.43	126.15	875.18

资料来源：新世纪评级整理。

### D. 风险关注

**政策风险。**国家宏观经济政策和产业政策的调整将影响电力供应行业的经营。我国电力体制改革是一项长期任务，但改革的方向、内容、进程等使电力供应企业未来发展面临一定的不确定性。此外，电力供应企业的上网电价和销售电价都受国家管制，无定价权，电力供应企业面临一定的政策风险。

**技术风险。**电力供应企业跨区域经营，覆盖范围大，当出现地震、暴雪等

自然灾害时，企业资产容易遭受重大损失，且可能由于设备或线路损毁而导致大面积停电或其他安全事故，对电力供应企业的生产经营造成一定影响。

## 2. 业务运营

该公司主要供电区域主要集中于广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)，是国家授权的南方五省(区)电网的唯一运营商，具有极强的区域垄断性。近年来公司不断加大电网建设力度，输配电能力持续增强，机组并网容量保持增长，电源结构进一步优化。

该公司供电网络覆盖广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)，并与香港、澳门地区以及东南亚国家的电网相联，是国家授权的南方五省(区)电网的唯一运营商。近年来，公司电力供应业务经营稳定，2016-2018年，公司营业收入分别为4711.59亿元、4891.18亿元和5326.41亿元，保持逐年增长；其中电力业务收入分别为4649.67亿元、4835.43亿元和5267.20亿元，为公司营业收入的主要构成。

图表 3. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
电力供应业务	广东、广西、云南、贵州和海南五省(区)等地	资源、政策等

资料来源：南方电网

除电力供应业务以外，该公司其他业务还包括修造业务、施工业务、设计业务及保险服务，2018年，公司修造业务、施工业务及设计业务分别实现收入11.06亿元、75.87亿元和28.67亿元，收入规模相对较小。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016年	2017年	2018年
营业收入合计(亿元)	4711.59	4891.18	5304.35
其中：电力业务收入(亿元)	4649.67	4835.43	5267.20
在营业收入中所占比重(%)	98.69	98.86	98.89
毛利率(%)	7.52	6.22	5.61
电力业务(%)	6.73	5.78	5.01

资料来源：南方电网

### 规模、资源

截至2018年末，该公司供电面积超过100万平方公里，供电总人口2.54亿人，供电客户8741万户，公司电力供应业务具有极强的区域垄断性，且对于保障地区经济发展和社会稳定发挥着重要作用。近年来，公司不断加大电网改造力度，电力供应能力不断增强。2016-2018年，公司分别完成固定资产投资1022亿元、1151亿元和1218亿元。截至2018年末，公司并网装机容量3.2

亿千瓦，占全国总装机容量的 16.85%。从装机结构来看，公司火电、水电并网装机容量分别为 1.6 亿千瓦和 1.2 亿千瓦，风电和核电分别为 0.18 亿千瓦和 0.17 亿千瓦；非化石能源装机容量占比达到 52.6%。同期末，公司 110 千伏及以上电网变电容量为 9.8 亿千伏安，输电线路总长度达 22.2 万公里。2016-2018 年，公司售电量分别为 8297 亿千瓦时、8902 亿千瓦时和 9702 亿千瓦时，售电量呈逐年增长。

**图表 5. 公司电网建设及供电能力情况（单位：亿千伏安、万公里）**

指标	2016 年（末）	2017 年（末）	2018 年（末）
固定资产投资（亿元）	1022	1151	1218
其中：电网建设投资（亿元）	775	817	—
110 千伏及以上电网变电容量	9.2	9.6	9.8
110 千伏及以上输电线路总长度	20.8	22.0	22.2
统调最大负荷（亿千瓦）	1.47	1.63	1.69
并网装机容量（亿千瓦）	3.0	3.1	3.2

资料来源：南方电网

该公司电网东西跨度近 2000 公里，网内拥有水、煤、核、抽水蓄能、油、气、风力等多种电源。南方电网交直流混联，远距离、大容量、超高压输电，安全稳定特性复杂，驾驭难度大，科技含量高；公司在电网安全稳定与控制技术、电网经济运行技术、设备集成应用技术等方面取得了一批国际先进、拥有自主知识产权的科研成果，在特高压输电领域处于世界领先地位。

按照国家“西部大开发”的战略部署，该公司积极实施西电东送战略。南方五省区经济社会发展水平和资源分布极不平衡，西电东送有效解决了能源资源与消费市场“逆向分布”，成为优化区域资源配置的重要平台。目前，公司西电东送已经形成“八条交流、十条直流”，合计 18 条 500 千伏及以上大通道，每条都在 1000 公里以上，最大输电能力超过 3950 万千瓦。2016-2018 年，西电东送量分别为 1953 亿千瓦时、2028 亿千瓦时和 2175 亿千瓦时。

**图表 6. 公司电网运营指标**

指标	2016 年	2017 年	2018 年
售电量（亿千瓦时）	8297	8902	9702
西电东送量（亿千瓦时）	1953	2028	2175
综合线损率（%）	6.38	6.52	—
全口径停电时间（小时）	22.33	20.08	—

资料来源：南方电网

此外，该公司电网是国内率先“走出去”的电网。作为国务院确定的大湄公河次区域电力合作中方执行单位，公司积极落实“一带一路”倡议，加强与大湄公河次区域国家、港澳地区的电力合作。公司共有 3 回 220 千伏、4 回 110 千伏线路与越南北部电网相连，截至 2018 年末，公司累计向越南送电 347.05 亿千瓦时，向老挝送电 11 亿千瓦时，向缅甸瑞丽江水电站购电 171 亿千瓦时。

公司与香港电网有 11 回线路相连，2018 年公司向香港的送电量占其用电量的 25%；公司与澳门特区政府签订了 2010 年以后的中长期电力合作框架协议，目前正在建设 220 千伏对澳门送电第三通道，2018 年公司向澳门的送电量占其用电量的 89%。

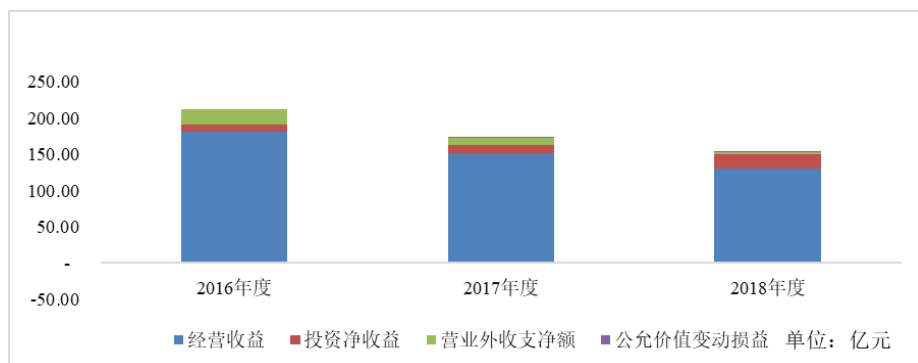
### 盈利模式

2002 年，《国务院关于印发电力体制改革方案的通知》（国发[2002]5 号）正式颁布，我国实施电力体制改革，保持输配售电垂直一体化，将发电资产剥离成立独立发电集团，并单独制定上网电价。该公司主要按照“购销模式”运作：公司调度并按规定上网电价购入经营区域内独立发电企业上网电量；按规定的销售电价，向直供电力用户和独立配电企业销售电量。公司收入主要通过购销电量价差实现，主要受到购销电量规模、国家定价水平和购销电量结构的影响。

2015 年，中共中央、国务院正式下发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9 号），按照“管住中间、放开两头”方向推进电力市场化改革，按照“准许成本加合理收益”模式核定电网环节独立输配电价（分电压等级、用户类别）。此次改革后，该公司从电力电量统购统销转变为成本加收益的电价形成新机制，“购销电量价差”和“独立输配电收入”两种业务模式并存。其中对于参与电力市场的电力用户，公司按照政府核定的独立输配电价获取输配电收入，对于继续执行政府定价的电力用户，公司仍按照“购销电量价差”模式获取输配电收入。

### (2) 盈利能力

图表 7. 公司盈利来源结构



资料来源：根据南方电网所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自于营业毛利，2016-2018 年，公司营业毛利分别为 326.87 亿元、304.45 亿元和 298.66 亿元，主要来自于电力供应业务；同期公司综合毛利率分别为 6.94%、6.22%和 5.61%，盈利水平较低，主要是由政府制定的购售两头电价和输配电价水平决定的；受输配电价改革及购电成本上涨，公司综合毛利率逐年有所下降。

**图表 8. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	4711.59	4891.18	5326.41
综合毛利率（%）	6.94	6.22	5.61
营业毛利（亿元）	326.87	304.45	298.66
期间费用率（%）	2.53	2.48	2.79
其中：财务费用率（%）	2.07	1.94	2.16
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>101.16</b>	<b>103.44</b>	<b>114.39</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>4.94</b>	<b>9.12</b>	<b>0.66</b>

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

近年来，该公司严格把控成本，公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。2016-2018 年，公司期间费用分别为 119.30 亿元、121.12 亿元和 148.70 亿元，期间费用率分别为 2.53%、2.48%和 2.79%，期间费用率保持较低水平。同期，公司销售费用分别为 7.27 亿元、9.48 亿元和 10.31 亿元，主要是职工薪酬；管理费用分别为 14.62 亿元、16.78 亿元和 21.36 亿元，主要为职工薪酬和折旧费用；财务费用分别为 97.41 亿元、94.86 亿元和 115.14 亿元，为期间费用的主要构成，主要是债务的利息支出，2018 年同比增长 21.37%，主要系债务规模扩张所致。

**图表 9. 影响公司盈利的其他因素分析(单位：亿元)**

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益	10.71	11.05	19.17
其中：联营企业和合营企业的投资收益	8.13	8.05	13.60
营业外收入	21.52	10.06	14.09
其他收益	-	8.21	9.09
公允价值变动损益	-0.05	0.32	0.10

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司投资净收益分别为 10.71 亿元、11.05 亿元和 19.17 亿元，主要来自于对联营企业和合营企业的投资收益，分别为 8.13 亿元、8.05 亿元和 13.60 亿元。同期，公司营业外收入分别为 29.54 亿元、15.23 亿元和 14.09 亿元，2018 年营业外收入账户要为赔偿金及违约金收入、港电转让补偿等。2017 年及 2018 年，公司其他收益分别为 8.21 亿元和 9.09 亿元，主要为拆迁补偿款等政府补助。2016-2018 年，公司净利润分别为 160.26 亿元、137.34 亿元和 126.15 亿元。

### **(3) 运营规划/经营战略**

截至 2018 年末，该公司在建项目主要包括乌东德电站送电广东广西输电工程和广东阳江抽水蓄能电站等，计划总投资 450.52 亿元，已完成投资 65.50 亿元，尚需投资 385.02 亿元。总体来看，公司在建项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力。

**图表 10. 截至 2018 年末公司在建项目（单位：亿元）**

项目名称	总投资	截至 2018 年末 已投资	工程进度(%)
乌东德电站送电广东广西输电工程	242.74	6.55	2.70%
广东阳江抽水蓄能电站	76.27	18.57	24.35%
梅州抽水蓄能项目	70.52	14.96	21.22%
广州番禺楚庭输变电	18.95	2.17	11.46%
500KV 永昌输变电工程	10.48	7.29	69.58%
佛山东坡变电站配套 220 千伏线路	9.65	4.42	45.78%
220 千伏永和输变电工程	7.44	1.78	23.97%
广州木棉配套 220 千伏线路工程	5.74	3.89	67.74%
深圳秀丽输变电工程	4.36	3.19	73.18%
广州从化森林输变电工程	4.37	2.66	60.91%
<b>合计</b>	<b>450.52</b>	<b>65.50</b>	<b>-</b>

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司产权结构清晰，国务院国资委为公司实际控制人。公司建立了完备的治理架构和内部组织结构，管理制度非常健全。

#### (1) 产权关系

截至 2018 年末，该公司注册资本和实收资本均为 600.00 亿元，广东省人民政府、中国人寿、国家电网和海南省人民政府持股比例分别为 38.40%、32.00%、26.40%和 3.20%；国务院国资委为公司实际控制人。

#### (2) 主要关联方及关联交易

关联交易方面，该公司严格进行关联交易管理，电力销售关联交易按照国家发改委批准的电价政策进行交易，其他交易按非关联方之间交易公允定价。公司下属子公司众多，集团内部各公司之间关联交易较多；公司合并范围内的关联交易金额已于编制合并报表时全部抵消，非合并范围的关联交易金额相对较小，关联交易对公司主营业务影响不大。

#### (3) 公司治理

该公司设立了由董事会、监事会和经理层组成的治理结构。根据《国有企业监事会暂行条例》的有关规定，公司接受国务院派出的国有重点大型企业监事会的监督。公司建立了完备的治理架构和内部组织结构，管理制度非常健

全发行。

2018年8月21日，该公司董事长、党组书记发生调整：孟振平同志任公司董事长、党组书记，李庆奎同志退休，不再担任公司董事长和党组书记职务。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司总部设有22个部门，下设总部后勤管理中心、年金中心2个直属机构，职工总数30万人。内部组织架构方面，公司设立了办公厅（党组办公室、董事会办公室）、全面深化改革办公室（政策研究室）、计划发展部、财务部、电力调度控制中心（系统运行部）和工会等22个职能部门以及2家直属机构和3家分公司。

### (2) 经营决策机制与风险控制

该公司颁布实施了包括人事管理制度、财务管理制度、关联交易制度、投融资管理制度、安全生产管理制度等在内的集体决策和内部控制制度，明确了各管理环节具体流程和标准，有效提高了日常管理效率和质量。

人事管理方面，该公司制定了领导干部管理、人才锻炼、绩效评价、责任制考核、培训教育等一系列人事管理规定，干部管理方面，建立了《领导人员管理规定》、《所属单位领导班子和领导人员考核评价方法》等制度，劳动用工方面建立了《人力资源配置标准》、《责任制考核管理办法》等制度，还包括《新员工培训考核管理办法》、《人才挂职锻炼暂行规定》等，保证公司用人机制规范化、制度化，科学合理组织生产，提高劳动效率和运营管理水平。

对外担保方面，该公司制定了《担保管理暂行办法》，用以规范担保行为，防范经营风险，担保业务必须坚持审慎的原则，按照办法逐级审批，依法进行担保。原则上不得为系统外单位提供担保，确实需要担保的，应提供详尽的分析报告，报公司审批。对系统内单位提供担保仅限于电网建设需要，并报公司备案，单笔担保金额超过五千万元的应报公司审批。未经批准不得提供境外融资担保。提供担保应遵循逐级担保原则，不得越级担保，同时应依据风险程度和反担保人的财务状况、履约能力来确定恰当的反担保方式。各单位配套建立担保的登记管理、跟踪监控和预警机制细则，实现担保全程管控。

### (3) 投融资及日常资金管理

资金管理方面，该公司根据国家相关财经制度，加强资金集中管理，全面整合资金资源，建立统一资金池，提高资金归集效率；公司制定账户管控标准，实施账户审批制度，并通过信息系统实时管理；依托财务公司实行统一结算，集中支付；优化资金资源配置，实行统一备付、统一运作、统一监

控；加强资金安全管理，切实防范资金风险。

投融资管理方面，该公司制定了《固定资产投资管理规定》、《资金管理暂行办法》等制度，根据公司发展战略和发展规划，进行电力建设和电网投资，涵盖了电网投资计划范围、投资项目审查和批准，并建立健全资金管理组织体系，明确法定代表人是资金管理第一责任人，成立预算（资金）管理委员会，负责投融资及大额资金调度等重大事项的集体决策，规范资金筹集和投资运作的全过程管理。

#### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 22 日，公司信用记录良好，无不良违约记录。

## 财务

近年来，该公司负债规模有所增长，2017 年以来公司发行短期品种债券增多，债务期限结构短期化；但刚性债务仍以中长期刚性债务为主，即期偿债压力较小。公司主业现金回笼能力很强，公司货币资金充足，可为债务的偿付提供很强的保障。

### 1. 数据与调整

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2016-2018 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2018 年末，该公司合并报表范围内重要二级子公司 30 家，公司于 2018 年处置子公司云南云电阳光物业管理有限公司。为贯彻落实国务院国资委《关于中央企业开展压缩管理层级，减少法人户数工作的通知》（国资发改革[2016]135 号）要求，按照公司“压缩管理层级、减少法人户数”的任务安排，公司将 88 个县级供电子公司改为分公司（简称“子改分”）。“子改分”事项使公司 2018 年末子公司户数减少 88 户，其中广东电网有限责任公司减少 4 户，广西电网有限责任公司减少 17 户，云南电网有限责任公司减少 66 户，对合并财务报表没有影响。

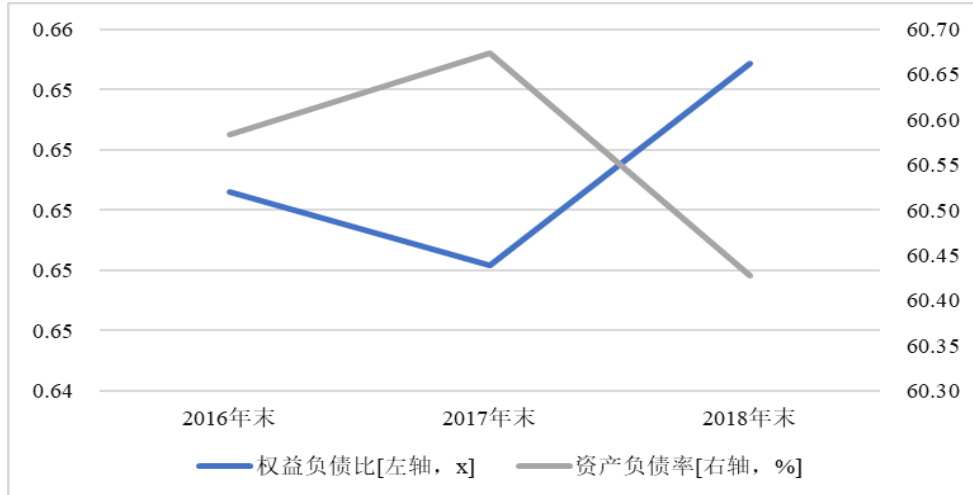
根据 2018 年 9 月 7 日财政部会计司《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，本公司作为个人所得税的扣缴义务人依据《中华人民共和国个人所得税法》收到的扣缴税款手续费，作为其他与日常活动相关的项目在利润表由“其他业务收入”项目改为“其他收益”项目中填列。



## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据南方电网所提供数据绘制。

近年来，该公司负债规模有所增长，但负债经营水平保持稳定。2016-2018年末，公司负债总额分别为 4176.05 亿元、4499.74 亿元和 4924.80 亿元，资产负债率分别为 60.58%、60.67%和 60.43%。得益于无偿接收用户工程及资产、收到农网改造升级工程资本金等支持以及历年经营利润的积累，公司资本实力雄厚，同期末所有者权益分别为 2716.93 亿元、2916.53 亿元和 3225.17 亿元。公司于 2018 年 12 月 12 日在银行间债券市场发行了两期无固定到期日（期限为 3+N 年期）的定向融资工具<sup>1</sup>，合计 100 亿元，票面利率 4.65%，2018 年末所有者权益增加其他权益工具-永续债 99.89 亿元。若将永续债计入负债，2018 年末公司调整后资产负债率为 61.65%。2016-2018 年末，公司未分配利润分别为 380.63 亿元、454.66 亿元和 413.47 亿元，近年来未分配利润占所有者权益比重逐年上升，分别为 14.27%、15.91%和 13.11%。

图表 12. 权益类债务调整对比表

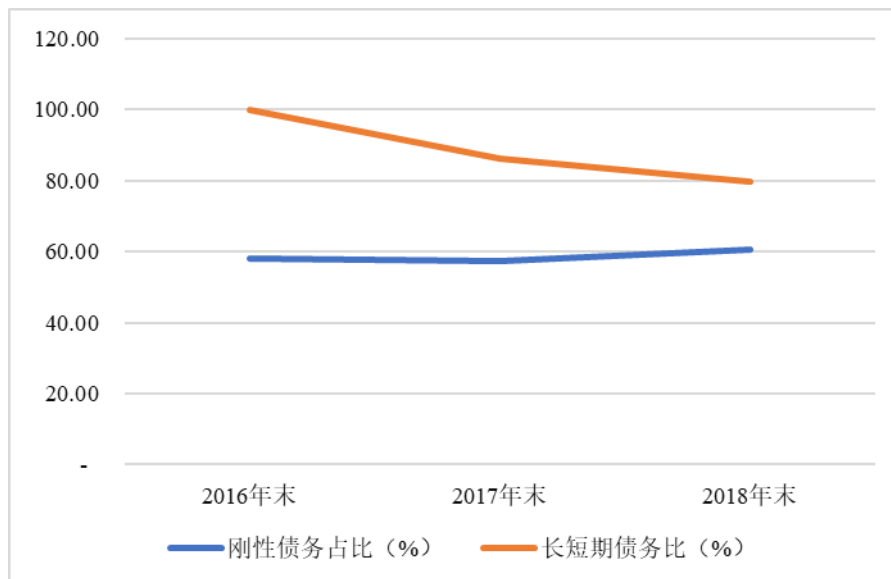
重要指标	调整前			调整后		
	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
总负债（亿元）	4176.05	4499.74	4924.80	4176.05	4499.74	5024.68
刚性债务（亿元）	2438.27	2595.59	3007.27	2438.27	2595.59	3079.63
所有者权益（亿元）	2716.93	2916.53	3225.17	2716.93	2916.53	3125.29
资产负债率（%）	60.58	60.67	60.43	60.58	60.67	61.65
权益资本与刚性债务比率（%）	111.43	112.36	107.25	111.43	112.36	101.48
EBITDA/刚性债务（倍）	37.14	32.54	30.29	37.14	32.54	29.58

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

<sup>1</sup> 债务融资工具设置发行人赎回选择权、利息递延支付权，计入所有者权益。

## (2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>2438.27</b>	<b>2595.59</b>	<b>3007.27</b>
应付账款 (亿元)	645.31	769.07	827.23
预收账款 (亿元)	127.48	135.69	141.30
其他应付款 (亿元)	641.35	678.53	641.85
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>58.39</b>	<b>57.68</b>	<b>61.06</b>
应付账款占比 (%)	15.45	17.09	16.80
预收账款占比 (%)	3.05	3.02	2.87
其他应付款占比 (%)	15.36	15.08	13.03

资料来源：根据南方电网所提供数据绘制。

从债务期限来看，自 2017 年末以来，该公司负债转为以流动负债为主。2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为、100.04%、86.21%和 79.56%，逐年下降，主要由于 2017 年以来公司短期品种债券发行增多所致。

从债务构成来看，近年末该公司负债主要以刚性债务、应付账款和其他应付款构成。2016-2018 年末，公司刚性债务分别为 2438.27 亿元、2595.59 亿元和 3007.27 亿元，占负债总额的比重分别为 58.39%、57.68%和 61.06%。同期末，公司应付账款分别为 645.31 亿元、769.07 亿元和 827.23 亿元，主要为应付上游各电厂的购电费以及项目工程费等，逐年增长。2016-2018 年末，公司预收账款分别为 127.48 亿元、135.69 亿元和 141.30 亿元，主要为预收电缆通道租赁费和预收电费等。同期末，公司其他应付款分别为 641.35 亿元、678.53 亿元和 641.85 亿元，主要包括尚未支付的小区配套设施费、国有资本收益金和质保金等，2018 年末分别为 108.07 亿元、104.77 亿元和 153.43 亿元。

### (3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>427.29</b>	<b>601.90</b>	<b>933.79</b>
其中: 短期借款	55.77	102.05	140.04
一年内到期的长期借款	204.22	192.84	208.11
应付短期债券	50.00	175.00	350.00
应付利息	19.92	18.63	23.64
应付票据	13.28	12.64	42.28
交易性金融负债	0.76	0.75	0.71
其他短期刚性债务	83.34	100.00	169.02
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>2010.97</b>	<b>1993.69</b>	<b>2073.48</b>
其中: 长期借款	1532.04	1517.80	1592.84
应付债券	478.93	475.89	480.03
其他中长期刚性债务	-	-	0.61

资料来源: 根据南方电网所提供数据整理。

该公司刚性债务主要由中长期刚性债务构成, 2016-2018 年末, 公司中长期刚性债务分别为 2010.97 亿元、1993.69 亿元和 2073.48 亿元, 占刚性债务的比重分别为 82.48%、76.81% 和 68.95%, 占比逐年有所下降。

从刚性债务的构成来看, 该公司刚性债务主要由长短期银行借款和各类应付债券构成。2016-2018 年末, 公司长短期银行借款 (含一年内到期的长期借款) 分别为 1792.03 亿元、1812.69 亿元和 1940.99 亿元。2018 年末, 公司短期借款为 140.04 亿元, 其中 139.40 亿为信用借款, 占短期借款的 99.50%; 同期末, 公司长期借款为 1592.84 亿元, 其中信用借款为 1656.93 亿元, 占长期借款的 92.00%。2016-2018 年末, 公司应付短期融资债券分别为 50.00 亿元、175.00 亿元和 350.00 亿元, 应付长期债券分别为 478.93 亿元、475.89 亿元和 480.03 亿元。总的来看, 公司刚性债务主要以中长期为主, 即期偿付压力不大。

## 3. 现金流量

### (1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期 (天)	4.48	4.16	6.86
营业收入现金率 (%)	117.30	115.30	112.09
业务现金收支净额 (亿元)	900.60	819.93	853.86
其他因素现金收支净额 (亿元)	81.28	9.47	21.32
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	981.88	829.40	875.18

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
EBITDA (亿元)	905.58	844.62	910.94
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.37	0.34	0.33
EBITDA/全部利息支出 (倍)	8.95	8.16	7.43

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司电力供应业务销售回款很及时，2016-2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为5526.58亿元、5639.60亿元和5970.44亿元，同期营业收入现金率分别为117.30%、115.30%和112.09%，主业电力业务收现能力很强；同期，公司经营活动产生现金净流量分别为981.88亿元、829.40亿元和875.18亿元，公司可持续获得大额经营性现金净流入。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为905.58亿元、844.62亿元和910.94亿元，主要来自于固定资产折旧和利润总额。同期公司EBITDA对刚性债务的覆盖倍数分别为0.37倍、0.34倍和0.33倍，对全部利息支出覆盖倍数分别为8.95倍、8.16倍和7.43倍，对债务保障程度较高。

## (2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
回收投资与投资支付净流入额	10.55	1.05	-252.94
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-769.21	-887.61	-1000.27
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.43	15.09	3.53
投资环节产生的现金流量净额	-756.24	-871.46	-1249.68

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

该公司近年来保持较大规模的项目及电网工程建设，2016-2018年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金分别为771.24亿元、890.51亿元和1005.49亿元，同期公司投资活动现金净流出分别为756.24亿元、871.46亿元和1249.68亿元，目前公司在建项目及拟建项目投资规模仍较大，预计未来投资性现金流仍将保持净流出状态。

## (3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
吸收投资收到的现金	23.16	14.64	116.16

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年
取得借款收到的现金	544.57	624.50	1386.91
偿还债务支付的现金	636.62	455.28	1028.96
筹资环节产生的现金流量净额	-180.76	39.22	336.69

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

近年来，该公司主要通过发行债券及银行借款满足其融资需求。2016-2018年，公司取得借款收到的现金（含发行债券收到的现金）分别为544.67亿元、624.50亿元和1386.91亿元，同期公司筹资活动现金净流量分别为-180.76亿元、39.22亿元和336.69亿元，其中2016年呈现净流出主要系公司偿还较多债务所致。

#### 4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	500.08	564.25	570.24
	7.25%	7.61%	7.00%
其中：货币资金（亿元）	238.99	297.88	259.18
应收款项（亿元）	22.31	31.49	109.67
交易性金融资产（亿元）	13.14	59.72	23.03
其他流动资产	47.30	48.87	67.48
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6392.90	6852.02	7579.73
	92.75%	92.39%	93.00%
其中：固定资产（亿元）	5219.30	5584.75	6119.79
在建工程（亿元）	728.88	757.82	616.69
无形资产（亿元）	183.49	243.97	276.84
可供出售金融资产（亿元）	52.77	89.89	80.07
长期股权投资（亿元）	49.50	50.87	327.91
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>46.47</b>	<b>60.11</b>	<b>55.91</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>0.67</b>	<b>0.81</b>	<b>0.69</b>

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

该公司资产规模逐年扩张，2016-2018年末，公司资产总额分别为6892.98亿元、7416.27亿元和8149.97亿元，主要由非流动资产构成，期末占比分别为92.75%、92.39%和91.17%。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2016-2018年末合计占非流动资产的比重分别为95.91%、96.13%和92.53%。2018年末，公司固定资产为6119.79亿元，主要为已建成的电网工程、土地资产以及房屋建筑物等；在建工程为616.69亿元，主要为广东阳江抽水蓄能电站、梅州抽水蓄能电站、澜沧江上游水电站送出工程、滇西北至广东特高压直流输电工程等，较上年末下降18.62%；无形资产为276.84亿元，较上

年末增长 13.47%，主要以软件、土地使用权、专利权、非专利技术、特许权为主。此外，公司长期股权投资主要为对青山发电有限公司等联营企业的投资，2018 年末较上年末增加 277.04 亿元至 327.91 亿元，主要系公司增加对西班牙 ETC 公司、广州银行股份有限公司、卢森堡 ENCEVO 公司等联营公司的股权投资。

该公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他流动资产和预付款项构成，2016-2018 年末，合计占流动资产的比重分别为 64.34%、77.62% 和 67.22%。2018 年末，公司货币资金为 259.18 亿元，其中受限货币资金为 46.96 亿元，主要为放在中央银行的存款保证金等，公司可动用货币资金充足，可为债务的偿付提供一定保障。同期末，公司交易性金融资产为 23.03 亿元，较上年末减少 36.69 亿元，主要系债务工具投资到期所致。同期末，公司其他流动资产为 67.48 亿元，较上年末增长 38.07%，主要为进项税额重分类等。此外，2018 年末，公司应收账款较上年末增加 78.18 亿元至 109.67 亿元，主要系是应收财政可再生能源电价附加补助资金增加所致。

2016-2018 年末，该公司所有权受到限制的资产分别为 46.47 亿元、60.11 亿元和 55.91 亿元，其中受限货币资金分别为 43.80 亿元、58.72 亿元和 46.96 亿元，在资产总额中的占比分别为 0.67%、0.81% 和 0.69%，受限资产规模较小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	24.77	23.95	23.35	20.79
现金比率 (%)	14.70	13.37	16.03	11.38

资料来源：根据南方电网所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 23.95%、23.35% 和 20.79%，现金比率分别为 13.37%、16.03% 和 11.38%，资产规模对短期债务保障程度较弱。

## 6. 表外事项

或有事项方面，截至 2018 年末，公司未决诉讼或仲裁形成的或有负债为 7.20 亿元；公司为对其他单位提供债务担保形成的或有负债为 1.36 亿元，担保比率为 0.04%，公司或有负债风险较小。

## 7. 集团本部财务质量

该公司主要通过下属子公司开展业务，集团本部业务量不大。2016-2018 年，集团本部分别实现营业收入 686.16 元、707.38 亿元和 747.00 亿元，净利润 60.83 亿元、74.75 亿元、155.76 亿元。2018 年末，集团本部资产总额为

3007.31 亿元，主要以非流动资产为主，为 2632.30 亿元。集团本部非流动资产主要是对子公司的长期股权投资和固定资产，同期末分别为 1684.22 亿元和 549.26 亿元。同期末，集团本部负债总额为 775.03 亿元，资产负债率为 25.77%，负债经营程度较低。2018 年，集团本部经营环节、投资环节和筹资环节现金流量净额分别为 112.70 亿元、-128.42 亿元和 51.18 亿元。

## 外部支持因素

### 国有大型金融机构支持

该公司多年来与金融机构保持良好的合作关系，直接与间接融资渠道畅通。截至 2018 年末，公司从国内各商业银行获得的授信额度约为 8000.00 亿元，其中未用额度 6057.70 亿元，对公司资金需求和债务偿还具有极强的保障作用。

## 评级结论

该公司产权结构清晰，国务院国资委为公司实际控制人。公司建立了完备的治理架构和内部组织结构，管理制度非常健全。

该公司主要供电区域主要集中于广东、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）电网的唯一运营商，具有极强的区域垄断性。近年来公司不断加大电网建设力度，输配电能力持续增强，机组并网容量保持增长，电源结构进一步优化。

近年来，该公司负债规模有所增长，2017 年以来公司发行短期品种债券增多，债务期限结构短期化；但刚性债务仍以中长期刚性债务为主，即期偿债压力较小。公司主业现金回笼能力很强，公司货币资金充足，可为债务的偿付提供很强的保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。



附录一：

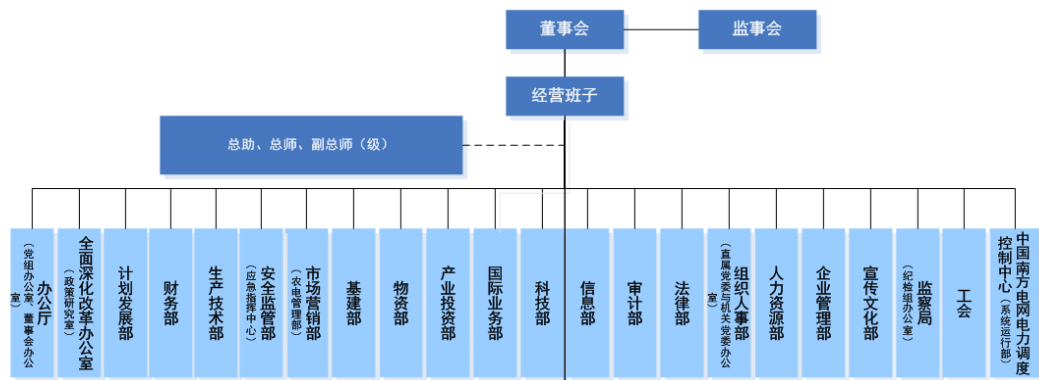
公司与实际控制人关系图



注：根据南方电网提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据南方电网提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注
					资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	
中国南方电网有限责任公司	南方电网	集团本部	—	电力供应	3007.31	2232.28	747.00	155.76	
广东电网有限责任公司	广东电网	子公司	100	电力供应	2654.57	1287.64	2958.56	44.49	
云南电网有限责任公司	云南电网	子公司	100	电力供应	1206.49	306.62	888.46	3.57	
贵州电网有限责任公司	贵州电网	子公司	100	电力供应	875.24	188.97	651.90	0.19	
广西电网有限责任公司	广西电网	子公司	100	电力供应	787.65	228.16	629.73	3.59	
海南电网有限责任公司	海南电网	子公司	100	电力供应	297.75	68.03	162.77	-0.57	
南方电网财务有限责任公司	财务公司	子公司	100	财务投资	585.49	89.56	27.66	13.05	

注：根据南方电网 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	6892.98	7416.27	8,149.97
货币资金 [亿元]	238.99	297.88	259.18
刚性债务[亿元]	2438.27	2595.59	3,007.27
所有者权益 [亿元]	2716.93	2916.53	3,225.17
营业收入[亿元]	4711.59	4891.18	5,326.41
净利润 [亿元]	160.26	137.34	126.15
EBITDA[亿元]	905.58	844.62	910.94
经营性现金净流入量[亿元]	981.88	829.40	875.18
投资性现金净流入量[亿元]	-756.24	-871.46	-1,249.68
资产负债率[%]	60.58	60.67	60.43
权益资本与刚性债务比率[%]	111.43	112.36	107.25
流动比率[%]	23.95	23.35	20.79
现金比率[%]	13.37	16.03	11.38
利息保障倍数[倍]	3.05	2.66	2.29
担保比率[%]	0.06	0.05	0.04
营业周期[天]	4.48	4.16	6.86
毛利率[%]	6.94	6.22	5.61
营业利润率[%]	4.06	3.50	3.08
总资产报酬率[%]	4.65	3.85	3.60
净资产收益率[%]	6.19	4.88	4.11
净资产收益率*[%]	6.08	4.74	3.92
营业收入现金率[%]	117.30	115.30	112.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	51.24	36.83	33.93
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.56	-0.97	-7.95
EBITDA/利息支出[倍]	8.95	8.16	7.43
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.34	0.33

注：表中数据依据南方电网经审计的2016~2018年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+报告期营业成本[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。