



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]0129D号

## 广州发展集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2017年第一期广州发展集团股份有限公司绿色债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期绿色债券的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年七月二十五日

## 2017 年第一期广州发展集团股份有限公司绿色债券信用评级报告

发行主体	广州发展集团股份有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债项信用等级	AAA
发行规模	24 亿元
发行期限	5 年
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本付息
发行目的	用于广州市天然气利用工程四期工程和补充流动资金

### 概况数据

广州发展	2014	2015	2016
总资产(亿元)	337.79	348.61	353.17
所有者权益合计(亿元)	173.74	183.85	184.53
总负债(亿元)	164.06	164.77	168.65
总债务(亿元)	117.54	112.28	118.20
营业总收入(亿元)	194.46	211.17	220.25
净利润(亿元)	17.07	18.38	10.12
EBIT(亿元)	28.79	29.89	20.24
EBITDA(亿元)	39.18	40.69	31.80
经营活动净现金流(亿元)	32.36	31.89	24.75
营业毛利率(%)	16.78	15.84	14.01
总资产收益率(%)	8.50	8.71	5.77
资产负债率(%)	48.57	47.26	47.75
总资本化比率(%)	40.35	37.92	39.04
总债务/EBITDA(X)	3.00	2.76	3.72
EBITDA 利息倍数(X)	5.54	6.52	5.81

注：公司财务报表依据新会计准则编制。

### 分析师

项目负责人：李俊彦 jyli@ccxi.com.cn  
 项目组成员：李雪峰 xwli@ccxi.com.cn

电话：(010) 66428877

传真：(010) 66426100

2017 年 7 月 25 日

### 基本观点

中诚信国际评定广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；评定“2017 年第一期广州发展集团股份有限公司绿色债券”的债项信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了广东省发达的区域经济，公司电力、天然气、能源物流三大核心产业互为支撑，公司电力资产区位优势显著，同时公司燃气业务也具备一定的区域垄断优势，且公司财务弹性良好，并与金融机构保持的良好合作关系等，公司拥有畅通的融资渠道。同时，中诚信国际也关注行业环境变化以及电价调整政策等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

### 优势

- **发达的区域经济。**公司所处的广东省是我国经济大省，经济发展水平处在全国较高水平，各项经济指标在全国名列前茅。良好的区域经济为公司能源产业的发展奠定了良好基础。
- **电力、天然气、能源物流三大核心产业互为支撑，公司抗风险能力极强。**经过多年发展，目前公司已形成了电力、天然气、能源物流三大业务的格局，建立起统一的资产运作平台和管理体制。公司三大产业结构优势互补，形成了综合能源供应体系，使得公司竞争及抗风险能力极强。
- **电力资产区位优势显著。**公司是广东省最大的三家电力企业之一，也是广州市最大的发电企业，发电范围主要为珠三角电力负荷中心，区位优势显著。
- **燃气业务具有一定区域垄断地位。**公司燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域，且在全市有燃气供应资质的 10 家企业中，公司占有 4 家，已具备一定的区域垄断优势。
- **财务弹性良好，融资渠道畅通。**公司负债率处于同行业较低水平，财务弹性良好。同时公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 379.22 亿元，其中未使用额度 295.82 亿元。此外，作为 A 股上市公司，股权融资的合理运用将有助于提高公司的财务弹性。

### 关注

- **行业环境变化。**2016 年以来，国家加强对煤电建设的调控力度，煤电机组占比将持续下降；受房地产调控政策出台以

及产业结构调整等因素影响，未来全社会用电量仍将保持低速增长，机组利用效率将随之保持在较低水平；加之煤炭价格回升，煤电企业运营环境更加严峻。

- **电价政策调整。**2013 年以来，国家发改委多次下调全国范围内煤电上网电价。考虑到目前高企的煤炭价格，2017 年 6 月，国家发改委发布通知称，自 2017 年 7 月 1 日起，取消、降低部分国家政策基金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。中诚信国际将持续关注电价政策调整对煤电企业盈利能力的影响。

## 声明

一、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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

二、本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 发行主体概况

广州发展集团股份有限公司原名为广州发展实业控股集团股份有限公司（于 2012 年 9 月 13 日更为现名），由原国有独资的广州电力企业集团有限公司（以下简称“广州电力”）独家发起，经广州市人民政府批准整体改制后向社会公开募集人民币普通股设立的股份有限公司，公司成立的同时，广州电力不再存续，其权利义务由公司承担，公司国有法人股由广州国资发展控股有限公司（原名为广州发展集团有限公司，2014 年 10 月 30 日更为现名，以下简称“国资发展”）持股。公司于 1997 年 7 月 18 日在上海证券交易所上市，证券代码为 600098，后于 2005 年经过股权分置改革后，中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”）成为公司第二大股东。2012 年国资发展以其持有的广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）100% 股权认购公司发行的股票，实现了其主营业务的整体上市。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 27.26 亿元，其中控股股东国资发展持有 62.69% 股份，长江电力及其全资子公司长电资本控股有限责任公司合计持有 12.54% 股份，公司实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。

广州发展主要从事以电力生产、煤炭和油品贸易、油品仓储和天然气供应为核心的综合能源业务。

截至 2016 年末，公司总资产 353.17 亿元，所有者权益 184.53 亿元，资产负债率 47.75%；2016 年，公司实现营业总收入 220.25 亿元，净利润 10.12 亿元，经营活动净现金流 24.75 亿元。

## 本期债券概况

公司拟发行的“2017 年第一期广州发展集团股份有限公司绿色债券”发行规模为 24 亿元。

本期债券为固定利率债券，每年付息一次，到期一次还本付息。本期债券利率为基准利率加基本利差，其中基准利率为公告日前 5 个工作日一年期上海银行间同业拆放利率的算术平均数。

## 募集资金用途

本期绿色债券募集资金 24 亿元，其中 12 亿元拟用于广州市天然气利用工程四期工程，12 亿元拟用于补充流动资金。

表 1：本期债券募集资金投向明细

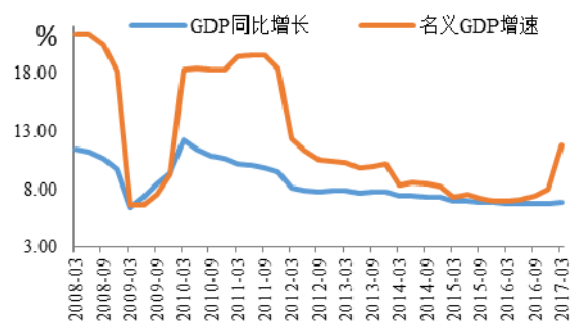
项目名称	项目投资额(亿元)	拟使用本期债券资金(亿元)	占本次债券发行额的比重	拟使用募集资金占项目总投资额的比重
广州市天然气利用工程四期工程	69.67	12	50%	17.22%
补充流动资金	--	12	50%	--
合计	--	24.00	100.00%	--

资料来源：公司提供、中诚信国际整理

## 宏观经济与政策环境

随着世界经济的复苏，国内供给侧改革成效渐现，2017 年一季度宏观经济延续了 2016 年下半年以来企稳向好态势，实现良好开局。一季度实现国内生产总值 180,683 亿元，GDP 实际增速 6.9%，名义 GDP 增速连续五个季度回升，攀升至 11.83%，为 2014 年以来名义增速首次超过 10%。但当前实体经济复苏基础仍然较为羸弱，经济增长中的深层次问题依然未能得到有效解决，房地产调控趋严带来的下行压力或逐渐显现，中诚信国际预计 2017 年宏观经济“前高后稳”。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从三大需求来看，2017 年一季度，投资对经济增长贡献率有所下降，最终消费贡献率大幅回升，外需贡献率由负转正。固定资产投资稳步回升，民间投资增长略有恢复；消费增速小幅下行，其中，受汽车购置税优惠取消影响，汽车类消费增速出现

较大幅度回落；全球经济复苏和国内经济企稳向好对外贸形成支撑，进出口保持了较快增长。从产业发展来看，工业对经济增长的拉动作用回升，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，为 2015 年以来季度最高增速，绝大部分行业增加值同比保持增长，1~2 月份工业利润实现超预期增长，产能去化尤其是上游行业产能去化效果逐步显现。从价格水平来看，CPI 于 1 月份达到 2014 年以来的阶段性高点，2~3 月份受食品价格持续下降影响有所回落；大宗商品价格上涨趋缓带动 PPI 于 2 月份见顶回落。从先行指标来看，制造业 PMI 连续保持在景气区间。

尽管一季度经济企稳向好，但中诚信国际认为，困扰中国经济发展的深层次问题依然没能有效解决，2017 年仍需关注经济运行中的以下风险：一是当前非金融企业部门尤其是国有部门的债务水平仍然过高，需要关注货币政策边际趋紧背景下企业部门的债务释放风险。二是上一轮房价大幅上涨，居民高杠杆购房导致居民部门债务水平提高，将对消费产生挤出效应。三是实体企业成本提高。一方面，PPI、PPIRM 剪刀差持续走阔，需关注上游价格上涨对于中下游企业利润空间的挤压效应；另一方面，金融去杠杆背景下市场利率抬升，企业融资成本上升。四是 2017 年基建投资的增长受资金来源和高基数约束难以再上台阶，严厉调控下房地产投资大概率回落，有可能对经济增长带来压力。四是从国际环境来看，全球宽松货币周期进入尾声，美联储加息和“缩表”预期加大人民币贬值压力，仍需警惕资本流出风险。

防风险、调结构、稳增长是 2017 年宏观经济调控的关键。2017 年，供给侧改革继续进行，“三去一降一补”持续推进，中下游行业或仍将面临持续的产能去化与重组过程，通过产能和杠杆的去化，调整产业结构，提高企业抗风险能力。此外，通过政府简政放权、国企混改、鼓励创新等体制机制改革，进一步发挥市场在资源配置中的基础性作用，释放市场主体尤其是民间资本活力。此外，雄安新区建设、“一带一路”战略着眼长远，为中国经济发展注入希望和活力。从防风险角度看，一是因城施策，差异化进行房地产调控；二是通过债转股、加

强国有企业预算硬约束等方式，降低非金融企业部门杠杆率水平；三是加强金融监管，持续推进金融去杠杆，遏制资金“脱实向虚”；四是货币政策边际趋紧，通过多种货币政策工具的运用实现稳健中性的政策目标。财政政策更为强调“积极有效”，赤字率基本与上年持平，财政刺激力度边际递减。总体来看，改革持续推进，短期内可能会给经济增长带来压力，但长远来看，有利于夯实中国经济稳健发展基础。

## 行业及区域经济环境

### 电力行业概况

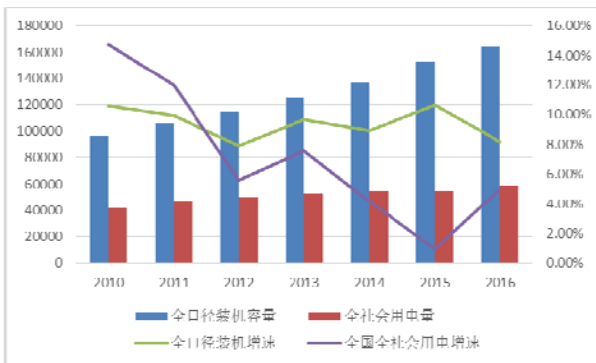
电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而造就了旺盛的电力需求；但近年来受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势。2015 年，受工业生产下行、产业结构调整、工业转型升级等因素影响，全国全社会用电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点。2016 年在国家推进去产能政策、基建投资快速增长、房地产和汽车市场回暖等综合影响下，建材、黑色和有色金属冶炼等重要生产资料价格总体呈上升态势，市场预期好转，其主要产品产量增速逐步提高；此外，交通运输电气电子设备、通用及专用设备制造业等装备制造，以及文体用品制造业、木材加工及家具制品业等大众消费品业增速也逐步上升，共同推动当期全国全社会用电量实现 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速同比提高 4.5 个百分点。

近年来我国发电装机规模保持增长态势，根据中电联数据显示，2012 年，受经济增速放缓影响，全国新增装机增速有所下降，截至 2012 年末，全国发电设备装机容量为 11.46 亿千瓦，同比增长 7.93%，增速同比回落 2.02 个百分点；2013 年下半年以来，经济延续弱复苏状态，全国新增装机增速有所上升，截至 2013 年末，全国发电设备装机容量为 12.58 亿千瓦，同比增长 9.67%；截至 2014 年末，全国发电装机容量为 13.70 亿千瓦，同比增长 8.95%。2015 年以

来，在审批权限下放到地方政府和各大集团抢占火电电源点等因素的影响下，火电投资额和新增装机规模同比继续提升，加之风光等新能源机组在国家大力支持下的爆发式增长，整体推动全国发电装机容量增至2015年末的15.25亿千瓦，同比增长10.62%。2016年以来，全国能源结构调整效果开始显现，其中煤电净增规模同比减少1,154万千瓦，非化石能源占总装机容量的比重同比提升1.7个百分点，整体推动当期末全国全口径发电装机容量增至16.5亿千瓦，同比增长8.2%，增速同比有所回落。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划(2016~2020年)》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；非化石能源发电装机将达到7.7亿千瓦左右，占比约39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

图 2：2010 年以来我国电力消费与发电装机增长情况

(单位：万千瓦、亿千瓦时)



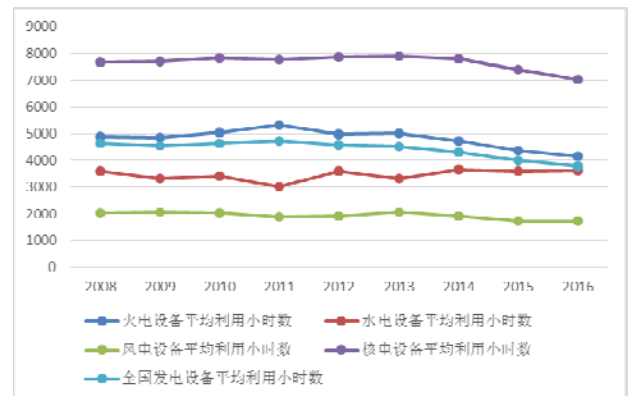
资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

我国机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2012年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，装机容量增速持续高于用电需求增长，带来了电力市场的相对过剩，全国发电机组利用小时数由2011年的4,730小时持续回落至2016年的3,785小时。细分来看，火电机组利用小时数受电力体制改革、环保压力加大等因素影响，近年来整体呈下降态势，2016年仅为

4,165小时，创1964年以来新低；水电设备利用小时数受来水影响较大，2016年全国水电生产呈现前高后低的特征，影响当期设备平均利用小时数为3,621小时，同比提高31小时，为近20年来第三高水平；风电受弃风限电等因素影响，近年来的平均利用小时数整体有所下降，2016年为1,742小时，与上年基本持平，但西北、东北等地区弃风情况仍然突出；太阳能发电由于其装机增速过快，电网配套设施不完善，平均机组利用小时数也保持较低水平，2016年为1,125小时，同比下降99小时，西北地区部分省份弃光情况较为突出；核电设备平均利用小时数受东北地区电力过剩，加之近两年多台核电机组陆续投产，导致部分核电机组降负荷运行甚至停机备用等因素影响已连续3年下降，2016年为7,042小时。

图3：2008年以来全国电力设备利用小时数情况

(单位：小时)



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

中诚信国际认为，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电出力将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；风电及光伏在“三北”等区域弃风（光）限电无法好转的情况下，机组利用小时数也将保持较低水平。

## 城市天然气行业

随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提

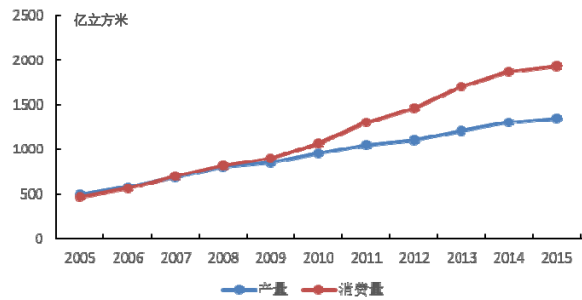
高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。2016年12月，国家能源局公布《关于加快推进天然气利用的意见》（征求意见稿）指出，对于强化天然气利用进行顶层设计，逐步将天然气培育成为我国现代能源体系的主体能源，到2020年，天然气在一次能源<sup>1</sup>消费结构中的占比达到8~10%。其中，城镇燃气中天然气利用规模600~700亿立方米，车船用天然气利用规模500~600亿立方米，配套建设车用加气站1.2万座、船用加注站200座以上。新建燃气电厂项目装机容量总计0.85亿千瓦，总装机规模达到约1.5亿千瓦，天然气利用规模约1,000亿立方米。

2015年，我国城市用气人口达到43,838.3万人，燃气普及率达到95.3%，较上年增长0.7个百分点。目前，城市燃气中应用最广泛的是天然气，2015年天然气用气人口28,561.5万人，占城市用气人口的65.15%；其次是液化石油气，2015年液化石油气用气人口为13,955.1万人，占城市用气人口的31.83%；而人工煤气由于在生产的过程中需要耗费大量能源，且对环境造成一定污染正逐渐被置换，2015年人工煤气用气人口仅为1,321.7万人，占城市用气人口的3.01%。

我国城市燃气中天然气供气总量近年来大幅增长，随着作为清洁能源的天然气在城市燃气中得到大力推广，我国已实现以天然气为主的供气结构。2005~2015年期间，天然气供应气总量年平均增幅为17.36%，明显高于液化石油气和人工煤气的增长速度；2015年，天然气供气总量达到1,041亿立方米。

从供需关系来看，2015年，我国天然气产量为1,346亿立方米，天然气消费量为1,932亿立方米，供需存在一定缺口。近年来供需缺口仍呈扩大趋势，2015年，天然气对外依存度<sup>2</sup>约为30%。

图4：2005~2015年我国天然气供需关系（产量、消费量）



资料来源：统计年鉴、中诚信国际整理

上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；目前通常天然气生产企业直接参与中游管道输送；天然气运输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司。城市管道燃气实行特许经营权政策，具有较强的区域的垄断性，具有较稳定的气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中得以保持相对优势的竞争地位。截至2015年末，我国天然气管道长度已超过43万公里，其中长输管道长度已超过8万公里。目前，我国管道天然气及大多数高压长输管网资源仍然掌握在“三桶油”手中，“三桶油”控制了中下游燃气企业的气源。截至2015年末，我国天然气使用区域已扩展至国内31个省、市、自治区，已投产的长输管道主要有西气东输线、陕京线、川气东送、忠武线、中贵线、中缅线和涩宁兰线，在建及拟建的长输管道主要有西气东输四线、陕京四线、新粤浙和中俄天然气管线，上述4条管线总长度约1.6万公里。

长期以来，我国天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道的管输价格以及城市输配价格构成，其定价机制为：天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由省级发改委和物价部门制定。我国天然气价格与可替代能源价格之间一直缺乏联动，与国际市场价格相比也处于较低的水平。

自2013年以来，国家发改委多次调整非居民用天然气价格，有利于按照市场化取向建立起与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源的比价关系，逐步放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商定价，进行市场化改革试点，并于2015年实现存量气、增量气价格并轨，逐步放开非居民用天然气气源价格，落实页岩

<sup>1</sup>一次能源，也称天然能源，是指从自然界取得未经改变或转变而直接利用的能源，如原煤、原油、天然气、水能、风能、太阳能、海洋能、潮汐能、地热能、天然铀矿等。一次能源又分为可再生能源和不可再生能源。

<sup>2</sup>天然气对外依存度=天然气进口量/天然气消费量

气、煤层气等非常规天然气价格市场化政策。

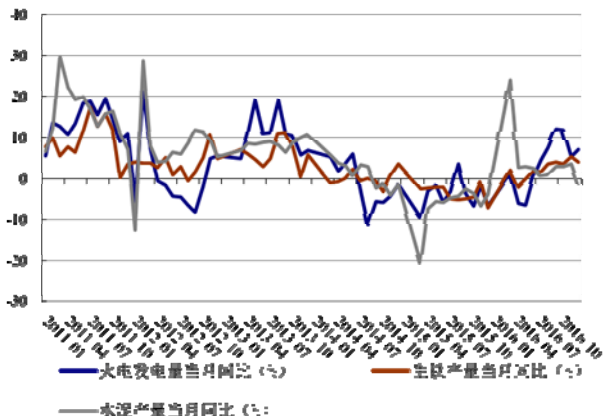
为推动天然气市场化改革，我国政府近年密集出台多项配套政策，包括开放天然气基础设施、成立并运行上海石油天然气交易中心、天然气价格改革、新疆常规油气田向社会资本开放招标等。但与国外发达国家相比，我国天然气市场在价格管理机制、市场开放度、天然气的竞争性等诸多方面仍任重道远。市场化改革的核心是建立市场发现价格的机制。

中诚信国际认为，城市天然气行业竞争的关键是气源，具有稳定气源、市场份额大、上下游产业链完整、资本实力雄厚、盈利能力强、现金流稳定、融资渠道畅通以及股东实力很强的企业具备竞争优势。同时，天然气的供给侧改革使我国天然气供给能力总体未来呈现宽松发展的趋势，为城市天然气行业的发展提供了新的机遇与挑战。

## 煤炭行业

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在80%左右。2011年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格位于低位，煤炭行业景气度持续低迷。中诚信国际认为，煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

图 5：2011 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

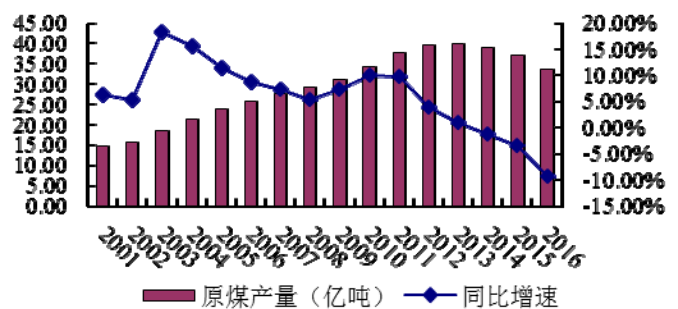
煤炭产能方面，根据煤炭工业协会数据显示，截至 2015 年末，我国煤矿总产能达到 57 亿吨/年，其中，正常生产及改造的煤矿产能 39 亿吨/年，停产煤矿产能 3.08 亿吨/年，新建及改扩建煤矿产能

14.96 亿吨。需求方面，2015 年我国煤炭实际消费量约为 39.65 亿吨，若考虑在建项目产能释放，且 2016 年以来煤炭需求仍呈下降趋势，行业整体产能过剩较严重。

为了缓解煤炭产能过剩，近年来国家对供给侧改革力度不断加大。从去产能的执行情况来看，2016 年全国超额完成去产能目标，淘汰落后产能超过 3 亿吨/年，但淘汰的产能多数属于此前已经停产或半停产状态的矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。根据《规划》，预计未来 4 年每年淘汰产能 1~1.5 亿吨/年左右，2017 年之后的淘汰产能将多为在产矿井，去产能的难度也将有所增加。

原煤产量方面，2015 年，全国原煤产量为 36.8 亿吨，同比下降 3.5%。2016 年以来，受限制工作天数及淘汰落后产能影响，全国原煤产量为 33.6 亿吨，同比下降 9.4%，降幅较大。进口方面，2014 年以来，随着国内外价差的缩小和限制进口政策的执行，进口煤量同比增速 6 年以来首度下滑，2014 年和 2015 年，我国煤炭进口量分别为 2.91 亿吨和 2.04 亿吨，分别同比下滑 10.90% 和 29.98%。2016 年以来，由于国内供应量收紧，煤炭进口量为 2.56 亿吨，同比大幅增加 25.20%。

图 6：2001 年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，2015 年至 2016 年一季度，受宏观经济增速和固定资产投资增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016 年 6 月份以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。

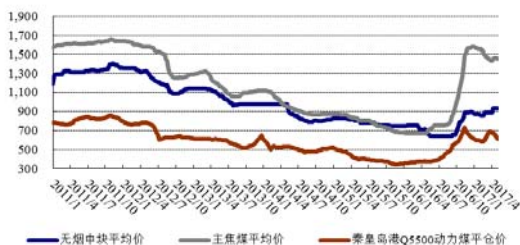
动力煤方面，2015 年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015 年末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓

价为 360 元/吨，较 2015 年初下降 30.10%。2016 年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016 年 11 月 14 日秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 731 元/吨，创近年来新高。受抑制煤价相关政策出台影响，2017 年以来煤价震荡下跌，截至 2017 年 5 月 5 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价为 609 元/吨，较最高价格已下降 16.69%。

炼焦煤方面，2015 年，钢材和焦化市场持续低迷，焦煤价格不断下滑，同期末，主焦煤的全国平均价格为 573 元/吨，较 2015 年初下降 24.61%。2016 年以来，由于限产导致的供给紧缺和前期钢、焦市场的大涨，推升各地焦煤价格不断上调，截至 2017 年 5 月 2 日，主焦煤和 1/3 焦煤的全国平均价分别为 1,458.0 元/吨和 1,303.1 元/吨，同比分别上涨 112.51% 和 112.79%，增幅较大。

无烟煤方面，近年来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行，2015 年末，无烟中块全国平均价为 774 元/吨，较 2015 年初下滑 11.74%。2016 年以来，由于整体产能收缩对无烟煤产量影响较小，且下游化工企业需求平淡，前三季度无烟煤价格呈低位震荡，四季度为化肥旺季，在刚需和煤市景气度回升的推动下，9 月以来，无烟煤中块价格呈波动上涨态势，截至 2017 年 5 月 5 日，山西晋城无烟中块平均价为 930 元/吨，同比增加 51.22%。

图 7：2011 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

针对 6 月以来煤价的过快上涨，2016 年 9 月 8 日，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，确定了部分先进产能可在市场供求偏紧时按要求阶段性增产，

在市场供求宽松时按要求减产，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。9 月 29 日，国家发改委等部门又联合下发了《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，暂定 2016 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日符合先进产能煤矿将有序的释放部分安全产能，安监局公布的 2015 年安全质量标准化煤矿以及各地向煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在 276~330 个工作日间释放产能，而此前未批先建的煤矿也可落实产能置换指标后可提前投入生产。此外，2017 年 1 月，发改委等四部门联合发布了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，明确提出了对未来煤炭价格的控制区间并提供了相应调控措施。

总体来看，煤炭供给侧改革方案得到了较有力的执行，严格的限产使得短期内供应偏紧，2016 年 6 月以来，煤价大幅反弹。未来为保障去产能的顺利进行，国家将通过适度微调政策稳定煤炭供应，抑制煤价过快上涨，预计未来煤炭价格将逐步稳定在合理区间。

## 区域经济概况

广东省是我国经济大省，经济发展水平处在全国较高水平，各项经济指标在全国名列前茅，其 GDP 增速近年来一直高于全国水平。根据广东省统计局统计，2016 年广东省实现地区生产总值（GDP）79,512.05 亿元，同比增长 7.5%，增幅同比回落 0.5 个百分点，但仍高于全国增速 0.8 个百分点。2017 年 1~3 月，广东省实现地区生产总值（GDP）19,438.05 亿元，同比增长 7.8%，高于全国增速 0.9 个百分点。公司业务主要集中于广州市，近年来广州市 GDP 亦保持较快增长速度，2016 年全市实现地区生产总值 19,610.94 亿元，同比增长 8.2%，高于全国 1.5 个百分点。

在经济持续较快增长的带动下，近几年广东省用电量保持增长态势。2016 年广东省全社会用电量达 5,610.13 亿千瓦时，同比增长 5.6%，增幅同比提高 4.2 个百分点；全省发电量达 4,082 亿千瓦时，同比增长 4.3%，增幅同比大幅提高。近年来，全国范围内不断推进市场化电力体制改革，广东省较早进

入电力体制改革领域，是全国电力体制改革的售电侧标杆，在全国电力体制改革中发挥重要作用。2016年6月28日，广东电力交易中心正式挂牌，作为两大国家级的电力交易中心，主要负责省间电力市场交易。另外，广东省作为全国首个允许售电公司参与竞争交易的省份，目前市场机制相对较为完善，参与交易的市场主体多，电力电量市场交易份额较大，2016年广东省累计交易电量达439.6亿千瓦时，占广东省发电量的10.77%。目前广东省电力体制改革对发电企业形成一定影响，但随着市场交易规则的不断改善，市场竞争自由度将进一步增长，或将对发电企业的售电公司带来机遇。

同时，广东省是能源消耗大省，煤炭需求旺盛，但煤炭资源相对贫乏。加之近年来受到广东省关停煤矿政策影响，省内煤炭需求几乎全部依赖外购，广东地处东南沿海地区，海运是煤炭调运的主要通道。

天然气作为清洁能源，近年来受益于国家能源结构的调整，获得了较多政策方面支持，广州市为此制定了一系列保护环境、倡导低碳生活的相关配套政策及规划，完成了《广州5年大气污染防治方案》、《广州市热电联产和分布式能源站发展规划》、《广州市天然气(LNG)加气站发展规划》的编制工作。根据“广州十三五规划”，十三五期间，广州市将继续加快天然气等清洁能源的推广利用，积极拓展天然气气源，统筹天然气热电联产和分布式能源站建设。同时加快能源配套设施建设，建设广州南沙天然气应急调峰气源站及配套码头，建立和完善天然气多级应急储备设施体系，鼓励发展企业、商业天然气储备；推进广州市天然气利用工程四期工程建设，提升主干管网接收输配能力和管道覆盖率，加快天然气工商业、服务业等领域推广利用，着力增加天然气居民用户数量、完成管道燃气三年发展计划，有条件的区域实现全覆盖。广州市计划到2020年，天然气年消费量力争达到60亿立方米，管道燃气覆盖率达到80%以上。

整体来看，公司作为广州市最大的电力企业之一、天然气管网的运营主体，将持续受益于该区域内较强的经济发展态势。

## 竞争及抗风险能力

经过多年发展，目前公司已形成了电力、天然气、能源物流三大业务互为支撑、协同发展的格局，建立起统一的资产运作平台和管理体制。

公司是广东省最大的三家电力企业之一，也是广州市最大的发电企业，发电范围主要为珠三角电力负荷中心，发电上网有保障。

公司下属全资子公司燃气集团作为广州市天然气高压管网的唯一建设、运营主体和广州市天然气的主要购销主体，统筹建设广州市全市高压管网和全市上游气源的采购和分销。目前公司燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域，且在全市有燃气供应资质的10家企业中，公司占有4家，已具备一定的区域垄断优势。

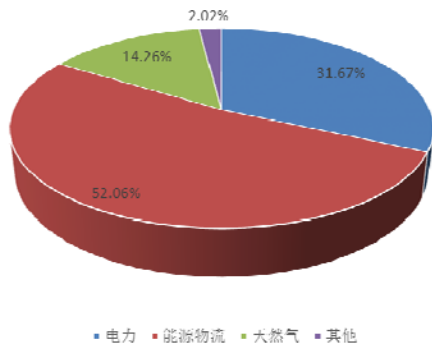
能源物流业务方面，公司是华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业，目前已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一体化经营体系，自有码头及煤场中转设施位于珠三角中心，具有一定的区位优势。煤炭业务不仅为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，而且市场煤销售量在珠三角地区的市场占有率较高。

总体看，公司能源物流业务为电力业务提供稳定的燃料供应，电力业务的发展促进了燃料和天然气需求量的不断增长，三大产业结构优势互补，相互促进、共同构成了公司富有竞争力的综合能源供应体系。公司竞争及抗风险能力极强。

## 业务运营

广州发展的业务主要包括电力、天然气和能源物流三大主业，其他业务主要为房地产租赁等。从业务结构看，2016年公司电力、能源物流和天然气三大业务分别实现营业收入69.74亿元、114.66亿元和31.40亿元，分别占到营业总收入的31.67%、52.06%和14.26%。

图 8：2016 年公司营业总收入构成



资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

## 电力业务 发电资产

电力业务是公司主要收入和利润来源之一。公司参、控股电厂主要集中在珠江三角洲地区，目前公司以煤炭发电、天然气发电、光伏发电为主，未来将大力发展分布式能源站项目。2016 年以来，随着光伏和风电机组的陆续投产运营，截至 2016 年末，公司可控装机容量为 404.27 万千瓦，其中火电控股装机为 394.88 万千瓦，光伏为 4.43 万千瓦，风电为 4.96 万千瓦；权益装机容量为 453.39 万千瓦，其中火电合计 444.00 万千瓦。

表 2：截至 2016 年末公司在运营发电机组情况

电厂	装机容量	权益比例 (%)	权益装机容量 (万千瓦)	机组类型	投运时间
珠江电力	2*32	50	32.00	燃煤	1994
东方电力	2*32	75	48.00	燃煤	1997
珠江 LNG 电厂	2*39	70	54.60	天然气	2007
恒益电厂	2*60	50	60.00	燃煤	2011
中电荔新	2*33	50	33.00	燃煤热 电联产	2012
鳌头分布式	2*1.44	50	1.44	燃气热 电联产	2015
<b>火电控股合计</b>	<b>394.88</b>	--	<b>229.04</b>		
汕尾电厂	2*60+2*66	25	63.00	燃煤	2008
盘南电厂	4*60	16.50	39.60	燃煤	2007
沙角 B 电厂	2*35	35.23	24.66	燃煤	1987
都匀电厂	2*60	30	36.00	燃煤	2013
恒运 C 厂	2*21	18.35	7.71	燃煤	2002
恒运 D 厂	2*33	18.17	11.99	燃煤	2008
靖海电厂	2*60+2*100	10	32.00	燃煤	2007
<b>火电参股合计</b>	--	--	<b>214.96</b>		

环保建材光伏	0.03	100	0.03	光伏	2013
万宝冰箱光伏	0.42	100	0.42	光伏	2014
丰力轮胎光伏一期	0.52	100	0.52	光伏	2015
珠江钢琴光伏	0.08	100	0.08	光伏	2015
万宝漆包线光伏	0.28	100	0.28	光伏	2015
三菱电机（广州） 屋顶光伏	0.045	100	0.045	光伏	2016
丰力橡胶轮胎二期	0.49	100	0.49	光伏	2016
南沙珠江屋顶分布 式	0.42	100	0.42	光伏	2016
中一药业屋顶光伏	0.063	100	0.063	光伏	2016
东莞新沙港屋顶光 伏	0.28	100	0.28	光伏	2016
连平大湖地面光伏	1.80	100	1.80	光伏	2016
<b>光伏控股合计</b>	<b>4.43</b>	--	<b>4.43</b>	--	--
惠东风电一期	4.96	100	4.96	风电	2016
<b>风电控股合计</b>	<b>4.96</b>	--	<b>4.96</b>	--	--
<b>合计</b>	<b>404.27</b>	--	<b>453.39</b>	--	--

注：公司持有穗恒运 18.35% 股权，穗恒运持有恒运 C 厂 100% 股权、持有恒运 D 厂 99% 股权。

资料来源：公司提供

## 电力运营情况

机组运营方面，公司下属电厂运营效率一直处于同业较高水平，其中广州珠江电力有限公司（以下简称“珠江电力”）和广州东方电力有限公司（以下简称“东方电力”）是广东省首批被评为“国家一流火力发电厂”的企业。由于发电设备先进，机组运行效率高，经营指标均处于较好水平。公司所有控股火电机组已完成脱硫、脱硝及超洁净排放。

从公司的火电机组运营情况来看，2014~2016 年，公司控股火电机组利用小时数分别为 4,452 小时、4,044 小时和 4,120 小时，呈小幅波动态势，但仍均高于全国火电平均水平；其中，2015 年受用电需求增速下降以及水电挤占等因素影响，公司机组利用小时数同比有所下降；2016 年受益于用电需求有所回升，同时公司积极参与市场竞价，拓展市场范围，使得当年公司机组利用小时数同比有所回升。2014~2016 年，公司控股火电发电量及上网电量与利用小时数呈同趋势波动，分别为 173.61 亿千瓦时、159.69 亿千瓦时和 162.70 亿千瓦时，上网电量分别为 163.38 亿千瓦时、149.94 亿千瓦时和 152.75 亿千

瓦时。

发电用煤方面，公司所属电厂的煤炭采购全部由控股子公司广州珠江电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）负责，2015年受益于煤炭价格的持续下降，公司的含税标煤价格持续下降，为公司火电业务盈利能力的提升奠定了良好基础。但2016年下半年以来，煤炭价格快速回升，对公司电力业务盈利能力形成一定影响，中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司煤电机组运营的影响。

在电价方面，公司下属电厂所发电量主要供应广东电网有限责任公司，并接受其统一调度。2013年以来国家发改委多次下调了火电机组上网电价，由此导致公司火电机组上网电价呈持续下降态势。2015年12月，国家发改委再次下调火电机组上网电价，由此广东省发改委规定，自2016年1月1日起，下调全省燃煤发电上网电价平均约0.023元/千瓦时。另外，随着广东省电力体制改革的不断推进，公司积极参与市场竞价，2016年公司直接交易合同电量和竞价电量合计为26.72亿千瓦时，占总上网电量的17.49%，这进一步使得公司上网电价有所下降；2015~2016年公司火电平均上网电价分别为0.4907元/千瓦时和0.4667元/千瓦时。2017年6月16日，国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知称，自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%；腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价，缓解燃煤发电企业经营困难；此次电价结构的调整，在一定程度上提高了煤电机组上网电价，将有利于煤电企业盈利能力的改善。中诚信国际将持续关注火电机组电价调整政策对公司盈利水平的影响。

表 3：近年来公司控股火电机组运营情况

火电	2014	2015	2016
可控装机容量（万千瓦）	390.00	394.88	394.88
发电量（亿千瓦时）	173.61	159.69	162.70
上网电量（亿千瓦时）	163.38	149.94	152.75
平均机组利用小时数（小时）	4,452	4,044	4,120
上网电价（元/千瓦时）	--	0.4907	0.4667

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新能源发电方面，2013年12月以来，随着万宝冰箱光伏、丰力轮胎光伏一期以及珠江钢琴光伏等项目陆续投产，公司光伏装机规模逐年提升；另外，2016年惠东风电一期项目投产运营，公司新增风电装机容量4.96万千瓦。公司新能源机组均位于广东省，且多为分布式能源项目，机组平均利用水平较高；近年来，随着装机容量的不断提升，公司新能源发电量和上网电量持续增长。其中，2014~2016年，公司光伏机组发电量分别为0.025亿千瓦时、0.096亿千瓦时和0.189亿千瓦时，售电量（含上网电量）分别为0.066亿千瓦时、0.094亿千瓦时和0.188亿千瓦时；2016年公司风电机组发电量和售电量分别为0.927万千瓦时和0.851亿千瓦时。

表 4：近年来公司控股新能源机组运营情况

新能源	2014	2015	2016
可控装机容量（万千瓦）	0.45	1.30	9.39
发电量（亿千瓦时）	0.025	0.096	1.116
售电量（含上网电量）（亿千瓦时）*	0.006	0.094	1.039
售电价：光伏（元/千瓦时）*	--	0.7104	0.5772
风电（元/千瓦时）	--	--	0.5214

注：光伏发电主要供业主使用，余电上网；2015~2016年公司光伏上网电量分别为0.008亿千瓦和0.014亿千瓦时；上网电价分别为0.4735元/千瓦时和0.3851元/千瓦时；光伏售电价为出售给用户的电价，上网电价为出售给南方电网电价。

资料来源：公司提供

总体看，公司电力业务运营较为稳健，电力装机在广州市内已具备一定规模优势，受用电需求波动以及电力市场化改革推进等因素的影响，公司发电量及上网电量均呈波动态势。另外，近年来上网电价逐年下降，同时2016年下半年以来煤炭价格快速回升，对公司电力业务盈利能力形成一定影响。中诚信国际将持续关注上网电价调整以及煤炭价格波动等因素对公司电力业务运营状况的影响。

## 能源物流业务

### 煤炭

广州发展煤炭业务主要通过燃料公司经营。近年来，公司煤炭业务发展迅速，除保证公司下属电厂煤炭需求外，还积极整合资源和物流运力，加大南方市场销售力度，同时积极开拓北方市场，市场

煤销售保持在一定规模。

煤炭资源控制力方面，公司与大同煤矿集团有限责任公司（以下简称“同煤集团”）及大同鹊山精煤有限责任公司共同投资设立了大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司（以下简称“同发东周窑”），公司持有该公司 30% 的权益。截至 2017 年 3 月末，同发东周窑的煤炭资源储量约为 17.60 亿吨，2016 年生产原煤累计 647 万吨，销售商品煤 263 万吨。根据双方合同约定，该公司煤炭产量的 40% 优先供给燃料公司，但因同发东周窑年产煤量较低，其商品煤全部供给于燃料公司，这有助于公司控制成本，保障煤炭供应稳定性。

煤炭采购方面，燃料公司拥有较为稳定的煤炭供应渠道，煤炭采购主要来自于神华集团有限责任公司、内蒙古伊泰集团有限公司、中国中煤能源集团有限公司和同煤集团等大型煤炭企业，且均建立了稳定的合作关系。这有助于保障公司电厂燃料充足供应。

煤炭销售方面，2014 年公司建设电商平台，拓展销售渠道；近年来公司重新规划南北销售区域战略，成立华南、华东与华中销售分公司，积极开拓市场，使得公司市场煤炭销售量呈整体增长态势，经营规模持续扩大。2014~2016 年，公司市场煤销售总量分别为 1,514 万吨、2,585 万吨和 2,397 万吨；其中，2015 年公司一方面通过加大南方市场直销力度，另一方面建设电商平台，拓展销售渠道，使得煤炭销售量同比大幅增长；2016 年下半年以来，煤炭价格快速回升，下游市场对于煤价存在走低预期，补充库存意愿有所降低，进而使得 2016 年公司市场煤销售量同比小幅下降。市场煤销售客户方面，公司下游客户较为分散，主要以珠三角地区的加工制造业、小型电厂等企业为主。公司根据市场情况调整结算价格和结算方式；对下游外部终端客户，公司可以先款后货的方式为主，对部分优质长期合作客户以及公司下属电厂，公司则提供一定的账期。

表 5：近年来公司煤炭销售情况

	2014	2015	2016
销售总量（万吨）	2,054	3,084	2,914
其中：自用（万吨）	540	499	517
市场煤（万吨）	1,514	2,585	2,397

资料来源：公司提供

价格方面，公司主要采用成本加成的方式，2015 年受煤炭行业不景气影响，煤炭价格的持续下降对公司能源物流业务毛利率造成一定不利影响；但 2016 年下半年以来，煤炭价格快速回升，公司能源物流业务毛利率快速回升，中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司能源物流业务盈利能力的影响。

煤炭运输方面，目前公司从山西、内蒙古和山东等地采购煤炭主要由矿区经铁路运至秦皇岛港、天津港和黄骅港等北方主要港口后，再从海上运输至珠江电厂自用煤码头，或广州港、珠海港等公用码头。公司煤炭运输主要依靠航运，通过与广州发展航运有限公司（以下简称“发展航运”）、广州中远发展航运有限公司（以下简称“中发航运公司”）<sup>3</sup>、中国远洋运输（集团）总公司与中国海运（集团）总公司签订年度运输合同来确保海运计划。同时公司还与煤炭供应商、港口、航运公司四方签订班轮协议。另外，公司拥有自己的码头、堆场和运输船队。截至 2016 年末，公司在广州南沙拥有一个年接卸能力 704 万吨的 5 万吨级中转码头、一个年接卸能力 720 万吨的 7 万吨级中转码头、两个 2,000 吨级驳船装船码头、1,000 吨级和 2,000 吨级空载待泊泊位。另外，公司拥有与煤炭码头相配套的设计堆存能力 34 万吨级的储煤场和设计堆存能力 20 万吨的圆形料仓。运力方面，发展航运与中发航运公司合计拥有 6 艘 5.7 万吨级的船舶，自有运力达 34.2 万吨。2016 年公司全资子公司广州发展燃料港口有限公司完成接卸量 1,112 万吨，同比下降 5%；参股公司广州港发石油化工码头有限公司完成吞吐量 312 万吨，同比增长 11%。受煤炭供应偏紧，船舶等泊时间延长，周转率下降等因素影响，发展航运和中发航运公司自有运力合计完成货运量 618 万吨，同比下降 14%。

总体看，公司煤炭业务运营良好，虽然 2016 年受下游市场对于煤价存在走低预期，补充库存意愿有所降低的影响，公司市场煤销售量同比小幅下

<sup>3</sup> 公司持有广州发展航运有限公司 50% 股份和广州中远发展航运有限公司 50% 股份，为公司参股公司。

降，但受益于销售渠道和销售市场的不断拓展，公司煤炭销量呈整体上升态势。目前公司煤炭业务已形成资源开发、运输、中转、销售一体化产业链，整体保持一定销售规模。中诚信国际将持续关注煤炭需求及价格波动对公司煤炭业务经营带来的影响。

## 油品

油品仓储业务方面，公司主要通过控股子公司广州发展碧辟油品有限公司（以下简称“发展碧辟油品公司”）进行运营。发展碧辟油品公司与 BP 环球投资公司在广州南沙开发区共同投资建设了合计 67.42 万立方米的南沙油库。目前，南沙油库是广东自贸区南沙片区保税油库、上海期货交易所指定燃料油期货交割库以及郑州商品交易所指定甲醇期货交割库。2014~2016 年，南沙油库累积完成油库租赁量 476.50 万立方米、375.12 万立方米和 549.51 万立方米，呈波动态势；其中，2015 年公司油库租赁量同比下降 21.28%，主要是受油价下降的影响所致；2016 年油价有所回升，大宗油品仓储需求上升，同时公司不断开拓新客户，使得油库租赁量同比大幅回升。2014 年公司新增成品油销售，通过不断开拓中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司、中国石化广东石油分公司和中油碧辟石油有限公司的批发销售渠道，公司成品油销售量逐年大幅增长，2014~2016 年，成品油销售量分别为 10.15 万吨、34.76 万吨和 60.52 万吨。公司持股 30% 的同煤广发化学工业有限公司（以下简称“同煤化工”）目前正在进行首期年产 60 万吨的甲醇项目的试生产，2016 年 11 月，公司发布公告，为进一步优化公司综合能源产业体系，提高资源配置效率，公司计划将其持有的同煤化工 30% 股权通过公开挂牌的方式进行转让，中诚信国际将对此事项进展保持关注。

另外，发展碧辟油品公司与广州港能源发展有限公司共同投资建设了一座靠泊能力为 8 万吨级的配套油品装卸码头，年设计吞吐量为 560 万吨；公司子公司南沙发展煤炭码头有限公司拥有 5 万吨级码头。2014~2016 年，公司码头累计完成吞吐量分别为 1,978.10 万吨、2,351.57 万吨和 2,244.00 万吨，呈逐年增长趋势。

表 6：近年来公司油品和码头运营情况

指标	2014	2015	2016
油库租赁量 (万立方米)	476.50	375.12	549.51
码头累积吞吐量 (万吨)	1,978.10	2,351.57	2,244.00

资料来源：公司提供

总体看，公司油品及码头业务运营呈整体上升态势，未来随着业务的不断推进，公司油品业务规模和盈利能力将不断提升。

## 天然气业务

天然气业务方面，公司主要通过燃气集团以及燃气集团全资子公司广州南沙发展燃气有限公司（以下简称“南沙燃气”，燃气集团持股 100%）负责运营。

燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和购销的主体，拥有覆盖广州市全区域的高、中、低压管网。其中，南沙燃气负责南沙经济技术开发区的城市天然气管网和燃气供应，拥有南沙经济技术开发区 30 年的燃气业务特许经营权，是南沙区政府授权的唯一的管道燃气运营公司，也是广东进口 LNG 项目南沙区唯一的接收公司，市政燃气管网市场占有率达 99%。近年来，公司继续完善高中压管网建设和布局，天然气利用工程一、二、三期基本建成，一、三期高压管网全线贯通，四期工程获得核准并开始投资建设。截至 2016 年末，公司燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域，燃气管网长度已达 4,311 公里，输配能力达 73.67 亿立方米/年，天然气服务约 163.00 万居民客户以及 0.96 万工商业用户。

气源方面，燃气集团通过直接或间接参股的方式，与广东大鹏液化天然气有限公司、珠海 LNG 一期项目等上游供应商保持了密切良好的合作关系。燃气集团与广东大鹏液化天然气有限公司签订了 25 年稳产期年供约 5.5 亿立方米照付不议的天然气销售合同，与中国石油天然气集团公司和广东省天然气管网有限公司等签订了天然气销售与购买协议或意向书，远期供气能力超过 50 亿立方米。公司燃气规模进一步扩大。

为延伸产业链，公司正在积极发展 CNG 和 LNG 业务。气源方面，公司在积极争取“西二线”气源的

基础上，开展国际市场天然气采购业务。经过多次协商谈判，2016年5月，燃气集团与沃德福液化天然气出口私人有限公司（以下简称“沃德福公司”）签订《液化天然气购销及股权投资框架协议》，沃德福公司或其指定附属公司拟每年向燃气集团或其指定附属公司供应LNG约100万吨，供应期为25年；另外，作为购买LNG对价的一部分，燃气公司有权收购沃德福公司子公司Woodfibre LNG Limited（LNG液化设施项目公司）不超过10%的股权；目前拟交付的LNG价格、收购股权的方式和对价尚在进一步讨论中。另外，2014年末，公司自马来西亚国家石油天然气有限公司采购两船现货LNG，合计7,845.47万立方米，主要用于拓展现货气贸易业务。LNG加气站方面，黄阁加气站和东晖加气站已投入运营，南沙龙穴岛LNG加气站项目主体建设完工。根据公司2017年4月28日发布的公告，2017年4月27日，公司属下全资子公司广州发展燃气投资有限公司（以下简称“燃气投资公司”）与太平洋油气（南沙）控股有限公司（PO&G (Nansha) Holdings Limited）、广州港股份有限公司签署了《广州LNG应急调峰气源站项目合资意向书》，决定就广州LNG应急调峰气源站项目组建中外合资经营企业——广州发展液化天然气有限公司（暂定名，以工商部门核准为准），投资建设广州LNG应急调峰气源站项目，公司持有53%股份。该合作项目有利于公司进口气源供应的稳定，中诚信国际将对此事项进展保持关注。

表 7：近年来公司燃气销售情况

指标	2014	2015	2016
天然气销售总量（亿立方米）	11.25	10.16	10.42
其中：管道燃气销售量（亿立方米）	10.73	9.89	10.37
LNG销售量（亿立方米）	0.52	0.27	0.05

注：2014年10月16日以来，工业大用户中国石油化工股份有限公司广州分公司（以下简称“广石化”）的供应模式从销售转为代输，代输气量不再统计在工业用户销售气量内，因此2015年管道燃气销售量不包含对广石化的销售量。若2014年剔除广石化销售气量，2015年管道燃气销售总量同比基本持平。

资料来源：公司提供

销售方面，2014~2016年，公司天然气销售量分别为11.25亿立方米、10.16亿立方米和10.42亿

立方米，受区域内用气量变动的影响，公司天然气销售量呈波动态势；其中LNG销售量分别为0.52亿立方米、0.27亿立方米和0.05亿立方米；2015年以来，进口LNG接收站处于瓶颈阶段，公司进口LNG批发业务受到一定影响，使得LNG销售量呈逐年下降态势。从供气结构看，2016年公司对商业用户和工业客户的供气量约占总供气量的37.12%。同比增长了1.34个百分点。

销售价格方面，我国天然气价格由国家发改委以及省、市、县一级物价局确定。2015年12月30日，广州市发改委下达《广州市发展改革委关于我市管道天然气销售价格改革有关问题的通知》（穗发改[2015]454号），对燃气集团的管道天然气销售价格进行了改革：一、建立居民生活用气阶梯价格制度，将居民用气量分为三档，各档气量实施超额累进加价：居民用气第一档价格维持3.45元/立方米不变，第一档气量为0~320（含）立方米/年；第二档价格4.14元/立方米，第二档气量为320~400（含）立方米/年；第三档价格5.18元/立方米，第三档气量为400立方米/年以上的用气部分。二、简化天然气用气价格分类，将原公用性质用气价格和原工商业用气价格合并为非居民用气价格。非居民用气价格统一最高限价标准4.36元/立方米，其中西二线气的配气价格从0.393元/立方米降到0.29元/立方米。2016年5月7日，公司发布公告，广东省发改委下达《广东省发展改革委关于广东省天然气管网有限公司代输价格的通知》（粤发改价格〔2016〕111号），再次下调代输价格、西气东输二线配气价格和分销价格；据此，燃气集团西气东输二线配气价格和分销价格分别下降至0.26元/立方米和2.70元/立方米。中诚信国际将持续关注天然气价格调整对公司天然气业务运营的影响。

总体看，公司天然气业务发展良好，未来随着在建管网的不断推进，公司燃气规模将不断扩大，区域地位和盈利能力将进一步加强。但天然气销售价格的不断下降，对公司天然气业务盈利能力产生一定影响，中诚信国际对此将保持持续关注。

## 战略规划

根据公司《“十三五”发展战略与规划》，“十三五”期间，公司将树立“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念，以清洁能源为中心，全面完善电力、煤炭、天然气一体化产业链，着力加快新能源产业的规模化发展，推动能源结构调整优化。同时加强产业经营和资本运作协同发展，加大优质电力资产、新能源和稀缺资源牌照的兼并收购力度，提高产业竞争力。另外，公司也将坚持创新驱动发展，以能源设施经济运行、安全环保、供应保障和节能减排关键技术突破为主线，以“互联网+”等手段，开展配售电、天然气批发和供应链金融业务，积极培育新的业态和新的增长点。公司还将继续加强区域和国际产能合作，积极参与省内外乃至国际电源项目投资，拓展电力产业发展空间，全面提升核心竞争优势，努力将公司打造成华南地区有重要影响力的大型清洁能源供应商。

其中，电力业务方面，公司将积极建设大型清洁高效煤电、热电联产和分布式能源，拓展省内外

乃至国际电力市场投资建设，大力发展配售电业务，提升电力业务竞争力。能源物流业务方面，在巩固发展珠三角地区市场占有率的基础上，实施“走出去”战略，将目标市场扩展到粤东、粤西和粤北地区，以及华东、华中、广西以及京津冀地区，加大终端客户的销售比例，逐步提高非珠三角地区和省外地区的销售收入和利润贡献；同时，巩固南沙油库仓储租赁业务，充分利用现有资产和 BP 品牌、渠道优势，开拓山东及进口资源渠道，积极进入广东和西南地区中石油、中石化采购体系及社会加油站体系，拓展成品油经营业务。天然气业务方面，继续完善气源保障体系，加快建设完善天然气管网设施，扩大供气规模，同时积极拓展交通领域、燃气空调等天然气应用新领域。

在建项目方面，截至 2017 年 3 月末公司投资项目主要集中于电力和天然气项目，下述主要在建、拟建项目总投资额达 357.75 亿元，2017 年计划投资 47.64 亿元。

表 8：截至 2017 年 3 月末公司主要在建、拟建项目（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2017 年 3 月底已投金额	股比	预期完工时间	2017 年计划投资
广州市天然气利用工程四期工程	696,689	19,235	100%	2020 年	70,000
LNG 汽车加气站	25,300	4,520	100%	2020 年	2,198
<b>在建合计</b>	<b>721,989</b>	<b>23,755</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>72,198</b>
阳春热电项目	337,000	588	100%	2019 年	250
肇庆电厂项目	600,000	4,000	100%	2020 年	500
茂名滨海新区 2×600MW 级热电联产	668,000	550	100%	2020 年	1,000
广州发展珠江天然气二期项目	280,000	300	100%	2020 年	1,000
中新广州知识城北起步区分布式能源站项目	35,000	9,471	20%	2018 年	14,000
广州发展太平分布式能源站	60,000	319	100%	2019 年	23,000
广州发展广药白云基地分布式能源站项目	49,500	80	100%	2019 年	13,500
广州发展明珠生物医药健康产业园能源站	55,000	20	100%	2019 年	15,800
广州发展空港商务区分布式能源站项目	43,400	20	100%	2020 年	100
广州发展空港高新区分布式能源站项目	40,900	20	100%	2020 年	100
广州发展鳌头能源站二期工程	48,000	5	100%	2019 年	13,800
中电荔新煤场环保技术改造项目	9,600	150	50%	2018 年	4,400
广州南沙天然气应急调峰气源站	517,000	688	100%	2019 年	300,000
小型 LNG 气化站项目	35,152	未投建	100%	2018 年	850
广控惠东东海黄埠风电场二期项目	45,000	未投建	100%	2020 年	939
河源连平大湖地面光伏电站	32,000	11,632	100%	2018 年	15,000

拟建合计	2,855,552	27,255	--	--	404,239
总计	3,577,541	51,010	--	--	476,437

资料来源：公司提供

总体看，未来，公司仍将不断推进电力和天然气等主体能源的开发利用，随着在建、拟建项目的不断推进，公司装机规模及天然气供应能力将进一步增强；但公司较多的储备项目或将对公司的融资及债务管理能力构成一定挑战。

## 管理

### 产权状况

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 27.26 亿元，其中控股股东国资发展持有 62.69% 股份，长江电力持有 12.54% 股份，公司实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2016 年末，公司纳入合并范围的子公司共 49 家。

### 公司治理

公司法人治理结构由股东大会、董事会和监事会组成。股东大会是公司的最高权力机构。董事会由九名董事组成，对股东大会负责。监事会由三名监事组成，负责检查和审核公司定期报告，监督董事、高级管理人员执行公司职务行为。公司还设有总经理一名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

### 管理水平

资金管理方面，公司实行集中式的财务管理。对资金使用实行严格的事前、事中控制，根据已批准的年度预算和每月的滚动预算，按月安排资金使用计划。预算管理方面，公司预算管理制度涵盖集团各个层级，涉及集团全部业务，由董事会和股东大会审议。对外投资方面，经办部门提出初步建议，由战略管理部、财务部等部门进行复核，经管理层讨论通过后，由董事会或股东大会进行审批。

内控制度方面，公司制订了《广州发展风险管理指引》及相关内部控制制度，将风险管理延伸到销售、供应及工程承包等业务前台、中台、后台的所有环节，并建立了全面预算、内部审计、外派财务总监、实时会计信息平台等内控管理架构。

公司建立并实施了质安健环管理体系、应急管理体系和隐患排查治理长效机制，制订了较为完善的安健环管理制度，加强了企业的安全生产、职业健康和环境保护等职责；同时，确立了主要负责机构和人员，明确其职责。另外，公司结合各企业生产设备系统和安健环管理工作实际，开展全员安健环培训，定期或不定期地组织节前检查、防汛防台、消防安全、危化品、重大危险源、交通安全、隐患排查治理情况等专项检查等。

公司对子公司实行集中管理。在工程投资管理、招标投标管理、经济合同管理、财务审批与资金支付、人力资源管理、安健环管理、风险管理等各方面建立了系统的制度与机制，明确规定了各类业务的审批权限和流程。公司还专门设置了专职法律事务部门，规范子公司常用的合同格式。重要书面合同均需按照流程进行分级分职能审查，有效预防了经济纠纷，维护了公司利益。公司还建立了专门的审计部门，对子公司的经营决策过程、经营结果进行审计。对于参股公司，公司则通过合资合同、章程、董事会实行了严格的管理控制。

公司制定了《广州发展集团股份有限公司外派人员管理规定》，以向下属企业委派财务总监的方式，加强对属下企业财务的支持、监督和管理，公司外派的高级管理人员实行定期报告或专项报告制度。

总体来看，公司有着较为完善的管理制度，对其生产经营构成有效保障。公司目前的风险管理意识较高，制定了较为健全风险监督安排，以财务、预算、审计为基础构成的内部风险体系基本确立，能够有效管控子公司和参股公司。

## 财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告。公司财务报表均依照新会计准则编制。

### 资本结构

2014~2016 年末公司的总资产分别为 337.79 亿

元、348.61 亿元和 353.17 亿元，年均复合增长率为 2.25%。从资产结构上看，公司资产以非流动资产为主，2014~2016 年末，公司非流动资产分别为 263.45 亿元、260.29 亿元和 273.14 亿元，占总资产比重均达 74% 以上；在非流动资产中，公司固定资产和在建工程合计占比一直保持在 60% 以上，符合公司所处电力及燃气行业的重资产特征。非流动资产中长期股权投资也占比较大；2014~2016 年末，公司长期股权投资分别为 67.15 亿元、66.77 亿元和 61.61 亿元，主要为参股的电力、天然气和航运公司；其中，2015 年根据煤炭市场行情，公司决定不再增资大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司，并将以前年度多缴投资款转入其他应收款，使得当年长期股权投资同比小幅下降；2016 年受煤炭价格快速上涨以及上网电价下调等因素影响，公司参股电力企业盈利能力下滑，投资收益同比大幅下降；另外公司增持广州发展南沙电力有限公司，将其纳入合并范围，进而使得当年公司长期股权投资同比有所下降。另外，2016 年公司参与长江电力增发，并收购广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“靖海发电”）10% 股权，使得可供出售金融资产同比大幅增长；2014~2016 年末，公司可供出售金融资产分别为 3.30 亿元、3.70 亿元和 26.75 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款以及存货构成。其中，公司应收账款主要为应收电费和应收油品收入；近年来受煤炭和油品销售规模的扩大，以及应收账款结算周期调整的影响，公司应收账款呈波动态势，2014~2016 年末，公司应收账款分别为 12.25 亿元、22.24 亿元和 10.69 亿元。公司存货主要为煤炭和油品；2016 年以来，受煤炭市场回暖的影响，公司增加存煤且煤价上升，同时公司拓展油品业务，使得 2016 年末公司存货同比有所增长；2014~2016 年末，公司存货分别为 12.58 亿元、12.66 亿元和 17.76 亿元。另外，2016 年公司新投资设立了全资子公司广州发展集团财务有限公司和广州发展融资租赁有限公司，新增存放中央银行款项和存放同业款项合计 22.16 亿元；受财务公司成立的影响，下属子公司资金归集转入存放同业及中央银行款项，进而使得 2016 年末公司货币资金同比大幅下降，2014~2016

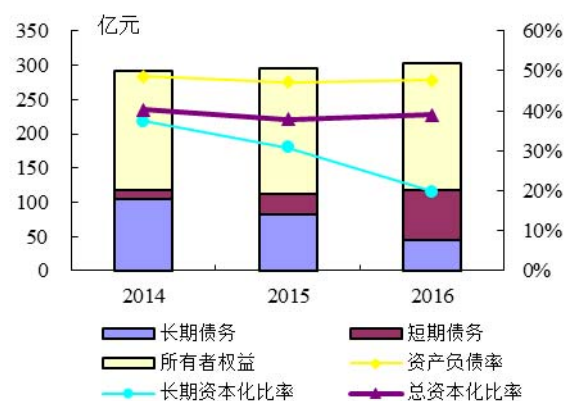
年公司货币资金分别为 44.60 亿元、46.59 亿元和 20.34 亿元。

近年来公司负债总额保持在一定规模，2014~2016 年末，公司负债总额分别为 164.06 亿元、164.77 亿元和 168.65 亿元。有息债务方面，2014~2016 年末，公司的总债务余额分别为 117.54 亿元、112.28 亿元和 118.20 亿元；其中，2016 年末公司总债务规模同比有所提升，主要是受公司增加股权投资的影响，借款规模有所提升所致。从债务结构来看，公司有息债务以长期债务为主，2014~2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.13、0.37 和 1.59；其中，2016 年末为置换存量结构性负债，公司发行了 30 亿元超短期融资券并借入 5 亿元流动资金贷款，加之一年内到期的非流动负债增加，整体使得公司长短期债务比大幅上升。

2014~2016 年末，公司所有者权益余额分别为 173.74 亿元、183.85 亿元和 184.53 亿元；受益于未分配利润的累积以及少数股东权益的增加，公司所有者权益呈逐年上涨趋势。另外，2014~2016 年公司向股东分配的现金股利分别为 4.91 亿元、5.18 亿元和 2.73 亿元。

财务杠杆方面，公司资产负债率和总资本化比率整体较为稳定，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 48.57%、47.26% 和 47.75%，总资本化比率分别为 40.35%、37.92% 和 39.04%，整体处于行业内较低水平。

图 9：2014-2016 年末公司资本结构



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司资产规模稳定，资本结构较为

合理。近年来公司投资支出持续有所下降，债务及负债率也保持较低水平。未来随着在建拟建项目的顺利推进，公司债务及负债率水平或将有所提升。

## 盈利能力

公司的营业收入主要来源于电力、能源物流及天然气业务，虽然公司发电量和上网电价的下降在一定程度上拉低了公司电力业务的收入水平，但公司能源物流业务收入逐年大幅提升推动了公司营业总收入的持续增长，2014~2016年，公司营业总收入分别为194.46亿元、211.17亿元和220.25亿元。

表 9：近年公司主营业务收入业务构成

业务（亿元）	2014	2015	2016
电力业务	78.68	69.81	69.74
能源物流业务	75.63	103.89	114.66
天然气业务	36.76	32.57	31.40

资料来源：公司财务报告

分业务来看，受发电量和上网电价下降等因素影响，公司电力业务收入呈逐年下降态势。能源物流业务收入是公司收入的一个重要来源，包括煤炭销售收入和油品销售收入；受益于煤炭销售规模整体增长，同时煤炭市场价格快速回升，公司煤炭销售收入持续增长。天然气业务方面，2015年受广石化供应模式由销售转为代输以及进口LNG批发业务量小幅下降的影响，公司天然气销售量下降，进而使得收入水平同比有所下降。2016年受天然气销售价格下调的影响，公司天然气收入规模同比小幅下降。

表 10：近年公司各业务毛利率（单位：%）

业务	2014	2015	2016
电力业务	22.81	28.22	23.69
能源物流业务	5.19	2.67	4.47
天然气业务	23.13	21.69	26.22

资料来源：公司财务报告

从毛利率水平看，公司营业毛利率呈逐年下降趋势，2014~2016年分别为16.78%、15.84%和14.01%。细分来看，电力业务方面，2015年受煤炭市场低迷的影响，公司电力业务盈利能力同比有所增强；2016年煤炭价格快速上涨，同时上网电价下降，使得公司电力业务盈利能力同比有所下降。能源物流业务方面，公司能源物流业务主要为煤炭贸

易，整体毛利率较低，近年来，受煤炭行业景气度波动的影响，能源物流业务毛利率呈波动态势；天然气业务方面，2015年受公司天然气购销价差有所下降的影响，该业务板块毛利率有所下降；但2016年受益于气源采购单价的下降，公司天然气业务盈利能力同比有所提升。

表 11：近年公司期间费用变化情况

单位：亿元、%	2014	2015	2016
销售费用	2.74	2.67	3.21
管理费用	5.52	5.41	5.46
财务费用	6.81	5.69	5.28
三费合计	15.07	13.77	13.94
营业总收入	194.46	211.17	220.25
三费收入占比	7.75	6.52	6.33

资料来源：公司财务报告、中诚信国际整理

期间费用方面，2014~2016年公司的三费合计金额分别为15.07亿元、13.77亿元和13.94亿元，呈小幅波动态势。但公司三费控制能力较强，随着营业总收入的增长，公司三费合计占总收入的比重呈逐年下降态势。其中，财务费用方面，2015年随着债务规模的下降，公司财务费用同比下降；2016年受益于债务置换，整体利率下降的影响，公司财务费用持续小幅下降。但2016年受煤炭及油品销售增长，使得储运等费用增长的影响，公司销售费用同比增长20.16%，进而推动当年三费合计同比小幅增长。

利润总额方面，2014~2016年，公司利润总额分别为21.82亿元、23.85亿元和14.84亿元；净利润分别为17.07亿元、18.38亿元和10.12亿元，受经营性盈利能力波动的影响，均呈波动态势。从利润总额构成上看，公司的利润总额主要来源于经营性业务利润，2014~2016年分别为16.23亿元、18.12亿元和15.58亿元；其中，2015年受益于煤炭价格持续低迷，公司电力业务盈利能力很强，使得公司经营性业务利润同比增长11.66%；2016年受煤炭价格快速上涨以及上网电价下降等因素影响，公司经营性业务利润同比下降14.06%。同时，公司参股大量优质企业，因此公司取得了较好的投资收益，但公司参股多为煤电企业，2016年以来，受煤电行业环境变化的影响，公司投资收益同比有所下降；

2014~2016年，公司投资收益分别为5.86亿元、5.20亿元和2.82亿元；另外，营业外损益对公司利润总额也起到补充作用，其中，2014~2016年政府补助分别为0.22亿元、0.20亿元和0.28亿元。

总体来看，公司资产质量优良，营业收入逐年增长。但2016年下半年以来，煤炭价格快速回升，上网电价持续下降，对公司以及参股发电企业的盈利能力产生一定影响，中诚信国际将持续关注电价调整政策和煤炭价格波动等因素对公司业务盈利能力的影 响。

## 现金流

经营活动方面，2014~2016年，公司经营活动净现金流分别为32.36亿元、31.89亿元和24.75亿元。其中，2016年经营活动净现金流同比下降22.39%，主要是由于煤炭市场变化导致结算周期变长，煤炭业务资金占用增加所致。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动净现金流分别为-5.03亿元、-6.51和-23.91亿元。由于公司近年来在电力和燃气板块业务均有较多在建项目，因此投资活动净现金流一直处于净流出的状态。其中，2015年公司增加对理财产品等投资，使得投资活动净现金流出规模同比有所增长；2016年公司投资活动净流出规模同比大幅增长，主要是由于公司认购长江电力公开发行股份1亿股以及收购了靖海发电10%股权所致。

筹资活动方面，2014~2016年，公司的筹资活动净现金流分别为-32.49亿元、-20.97亿元和-6.99亿元，其中，2016年公司增加股权投资，借款规模上升，使得公司筹资活动净现金流出规模同比有所下降。

表 12: 近年公司现金流情况

单位: 亿元	2014	2015	2016
经营活动产生现金流入	225.12	219.97	255.33
经营活动产生现金流出	192.76	188.08	230.58
<b>经营活动净现金流</b>	<b>32.36</b>	<b>31.89</b>	<b>24.75</b>
投资活动产生现金流入	7.66	14.05	5.87
投资活动产生现金流出	12.69	20.55	29.78
<b>投资活动净现金流</b>	<b>-5.03</b>	<b>-6.51</b>	<b>-23.91</b>
筹资活动产生现金流入	8.18	18.81	93.80
其中:吸收投资所收到的现金	0.34	--	0.10
借款所收到的现金	7.84	16.37	93.70

筹资活动产生现金流出	40.67	39.79	100.79
其中:偿还债务支付的现金	23.94	24.84	84.68
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>-32.49</b>	<b>-20.97</b>	<b>-6.99</b>
现金及现金等价物净增加额	-5.15	4.42	-6.15

资料来源: 公司财务报告

总体看，公司经营活动现金流受公司电力业务的经营状况以及燃料储备的影响而有所波动；2015年公司增加对外投资力度，投资活动净流出规模呈上升态势；受益于良好的经营状况，公司主要以自有资金偿还到期债务，筹资活动净现金流呈流出态势。2016年公司增加股权投资，使得公司投资活动净流出规模大幅增长，借款规模上升，进而使得筹资活动呈净流出。未来随着拟建项目的逐步推进，公司筹资活动流入规模或将有所增加。

## 偿债能力

近年来，随着在建、拟建项目的不断推进，公司总债务保持在一定规模。截至2016年末，公司总债务规模小幅上升至118.20亿元，其中长期债务规模为45.69亿元。截至2016年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为47.75%和39.04%。

表 13: 近年公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016
货币资金(亿元)	44.60	46.59	20.34
EBITDA(亿元)	39.18	40.69	31.80
经营活动净现金流(亿元)	32.36	31.89	24.75
总债务(亿元)	117.54	112.28	118.20
资产负债率(%)	48.57	47.26	47.75
总资本化比率(%)	40.35	37.92	39.04
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.28	0.21
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.58	5.11	4.52
总债务/EBITDA(X)	3.00	2.76	3.72
EBITDA 利息倍数(X)	5.54	6.52	5.81

资料来源: 公司财务报告

从偿债指标看，2015年利润规模的提升使得公司EBITDA同比有所增长，虽然公司经营活动净现金流略有下降，但受益于总债务规模的下降，公司经营活动净现金流以及EBITDA对总债务和利息支出的覆盖能力整体增强。2016年，受电力业务盈利能力下降以及煤炭业务资金占用增加等因素影响，公司EBITDA以及经营活动净现金流均同比有所下降，同时债务规模小幅提升，使得其对总债务和利

息支出的覆盖能力均同比有所减弱。

截至 2016 年末，公司受限资产合计 2.49 亿元，其中受限货币资金为 2.06 亿元，主要用于法定存款准备金；截至 2016 年末，无重大未决诉讼事项；对外担保方面，公司下属子公司广州发展天然气投资公司、燃料集团和燃料公司合计为同煤化工 17.60 亿元贷款按照 30% 的股权比例提供反担保，为同煤化工 2.00 亿元贷款按照 30% 的股权比例提供一般责任担保；为同煤化工 3.00 亿元贷款按照 30% 的股权比例提供连带责任保证。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 379.22 亿元，其中未使用额度 295.82 亿元。总体看，良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。另外，公司为上市公司，融资渠道多元化，股权融资的合理运用将有助于提高公司的财务弹性。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2016 年末，公司不存在不良信贷信息；截至 2016 年末，公司及其子公司未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

## 评级展望

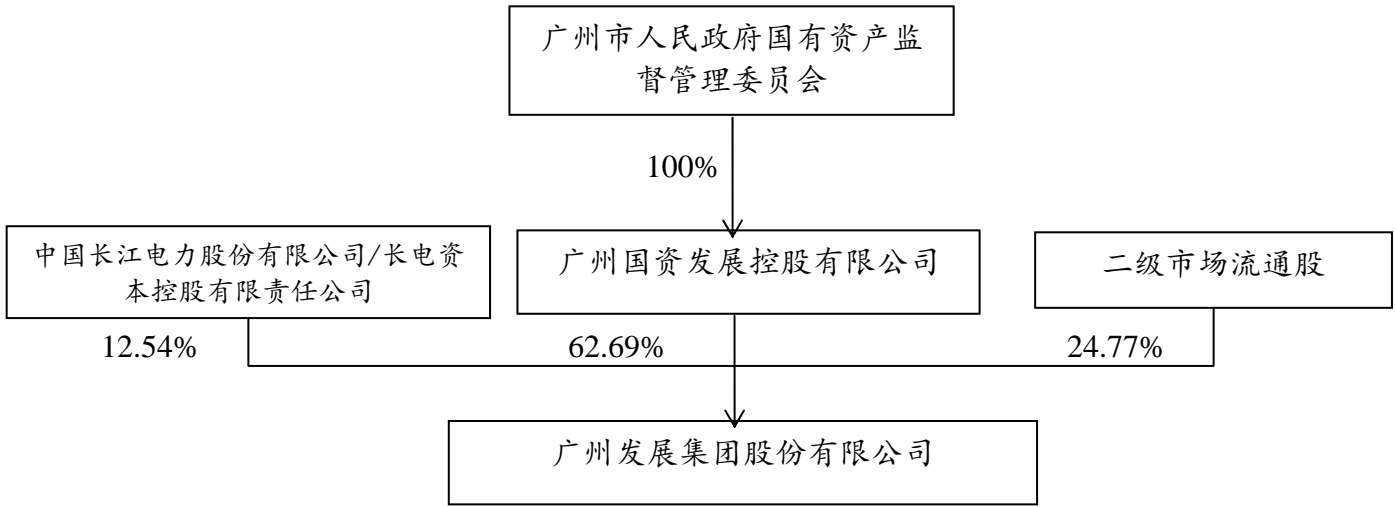
公司所处的广东省经济发展水平较高，良好的区域经济为公司能源产业的发展提供了较大的发展空间。公司电力、天然气、能源物流三大核心产业互为支撑，竞争力及抗风险能力极强。公司控股装机规模在广州市内占有较大比重，且发电范围主要为珠三角电力负荷中心，区位优势显著。公司天然气业务具有一定区域垄断地位，未来随着燃气管网建设项目的不断推进以及上游气源的不增加，公司天然气业务规模和销售收入将大幅提升。同时公司作为上市公司，财务弹性好，融资渠道畅通。此外，中诚信也将关注行业环境变化以及电价政策调整等因素对其经营和整体信用状况的影响。

中诚信国际认为广州发展未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

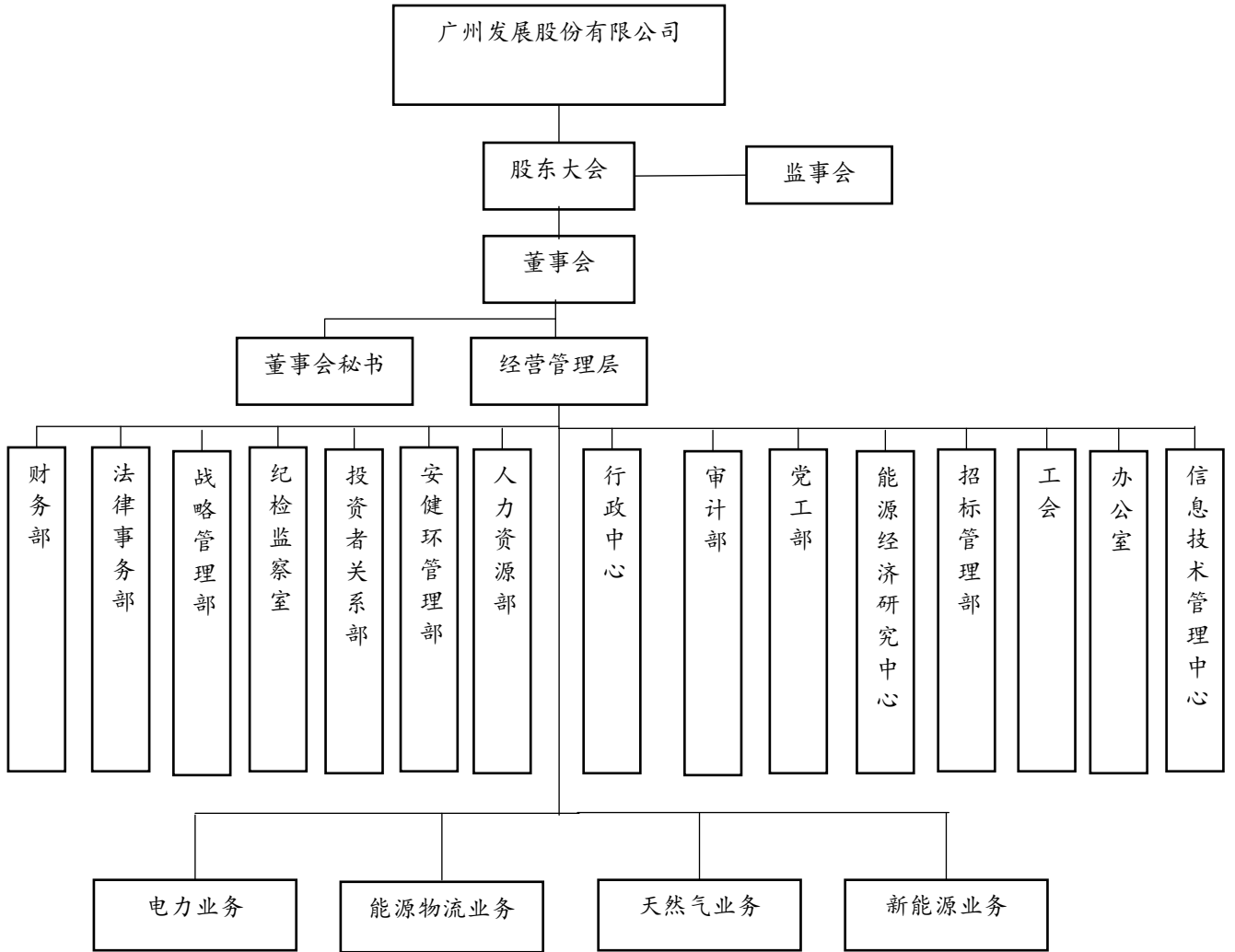
综上所述，中诚信国际评定广州发展集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2017 年第一期广州发展集团股份有限公司绿色债券”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州发展集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）



注：中国长江电力股份有限公司持有 11.51% 股权，其全资子公司长电资本控股有限责任公司持有 1.03% 股权，合计持有 12.54%。  
资料来源：公司提供

附二：广州发展集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：广州发展集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	446,049.51	465,873.53	203,448.16
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	122,542.70	222,402.57	106,886.83
其他应收款	4,778.15	24,571.48	37,730.28
存货净额	125,793.98	126,616.74	177,574.66
长期投资	722,420.14	704,625.19	883,963.63
固定资产	1,647,500.89	1,597,443.12	1,592,819.78
在建工程	116,072.37	122,428.18	72,137.54
无形资产	55,563.01	80,655.68	78,630.33
总资产	3,377,915.60	3,486,127.28	3,531,725.97
其他应付款	27,162.67	25,326.58	36,473.49
短期债务	133,758.93	305,594.54	725,053.79
长期债务	1,041,673.90	817,183.75	456,913.50
总债务	1,175,432.83	1,122,778.30	1,181,967.28
净债务	729,383.32	656,904.76	978,519.12
总负债	1,640,555.28	1,647,662.88	1,686,465.01
财务性利息支出	69,647.95	60,401.89	53,999.25
资本化利息支出	1,003.52	2,047.76	738.91
所有者权益合计	1,737,360.31	1,838,464.40	1,845,260.97
营业总收入	1,944,579.52	2,111,665.07	2,202,485.65
三费前利润	313,029.54	318,939.89	295,184.30
投资收益	58,638.74	51,988.00	28,247.98
净利润	170,666.10	183,819.04	101,179.35
EBIT	287,856.09	298,878.90	202,420.78
EBITDA	391,752.10	406,907.13	317,982.96
经营活动产生现金净流量	323,594.24	318,917.51	247,517.53
投资活动产生现金净流量	-50,283.37	-65,050.58	-239,104.84
筹资活动产生现金净流量	-324,862.85	-209,732.54	-69,916.39
现金及现金等价物净增加额	-51,548.00	44,154.02	-61,476.80
资本支出	102,407.71	100,067.90	73,621.48
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	16.78	15.84	14.01
三费收入比(%)	7.75	6.52	6.33
EBITDA/营业总收入(%)	20.15	19.27	14.44
总资产收益率(%)	8.50	8.71	5.77
流动比率(X)	1.37	1.13	0.68
速动比率(X)	1.14	0.97	0.53
存货周转率(X)	15.64	14.08	12.44
应收账款周转率(X)	15.99	12.24	13.38
资产负债率(%)	48.57	47.26	47.75
总资本化比率(%)	40.35	37.92	39.04
短期债务/总债务(%)	11.38	27.22	61.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.28	0.21
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.42	1.04	0.34
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.58	5.11	4.52
总债务/EBITDA(X)	3.00	2.76	3.72
EBITDA/短期债务(X)	2.93	1.33	0.44
EBITDA 利息倍数(X)	5.54	6.52	5.81

注：公司财务报表根据新会计准则编制。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货） / 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	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。
BB	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	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。
CCC	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。
CC	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。
C	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。

## 附六：企业债券信用等级的符号及定义

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