



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪382号

广州发展集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其
贵公司已发行的“广州发展实业控股集团股份有限公司
2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪评级。
经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体
信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级
为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十九日

广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	广州发展集团股份有限公司（即原广州发展实业控股集团股份有限公司）		
发行规模	人民币 23.5 亿元		
存续期限	7 年期（2012/6/25-2019/6/25），附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2015/06/19		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

广州发展	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	164.43	173.74	183.85	186.02
总资产（亿元）	339.87	337.79	348.61	351.17
总债务（亿元）	133.62	117.54	112.28	117.25
营业收入（亿元）	168.95	194.46	211.17	52.77
营业毛利率（%）	17.52	16.78	15.84	11.84
EBITDA（亿元）	35.75	39.18	40.69	-
所有者权益收益率（%）	8.98	9.82	10.00	4.96
资产负债率（%）	51.62	48.57	47.26	47.03
总债务/EBITDA（X）	3.74	3.00	2.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	5.54	6.52	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年第一季度所有者权益收益率数据经年化处理。
3、公司 2014 年度年报对上期财务报告进行了追溯调整，2013 年期末数取 2014 年年初数。

分析师

胡辉明 hlh@ccxr.com.cn

田生聪 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 29 日

基本观点

2015 年，广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）总体保持了良好的发展态势。受益于煤炭、油品销售量的快速增加，公司营业收入保持增长，电力业务在发电量和上网电量下降的情况下，受益于电煤价格走低，毛利率水平有所提升；燃料和燃气业务虽然受行业不景气影响毛利率有所下滑，但依旧保持区域龙头地位。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到电价调整及新电改政策、煤炭行业景气度欠佳以及在建及拟建项目的资本支出压力对公司业务运营及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持广州发展主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 电煤价格继续下行，电力业务盈利能力有所提升。2015 年，在电煤价格回落利好下，公司发电业务毛利率从 2014 年的 22.81% 提高至 2015 年的 28.22%，电力业务盈利能力增强。
- 公司煤炭销量大幅提升，市场占有率保持领先地位。2015 年在煤炭市场景气度低迷的情况下，公司继续通过加大南方市场直销力度、积极开拓北方市场等方式，全年完成市场煤销售量 2,585 万吨，同比增长 70.75%，市场占有率持续保持珠三角领先地位。
- 公司燃气业务区域龙头优势显著，用户结构持续优化。作为广州地区最大的燃气供应商及广州市城市燃气高压管网建设和购销的唯一主体，公司燃气业务区域龙头地位显著，2015 年新增燃气居民用户 10.66 万户，工商用户销售气量占终端用户（高压直供和分销售除外）比重为 57%，用户结构持续优化。
- 财务结构稳健。公司负债规模适中，财务结构

稳健，截至 2015 年末，公司资产负债率和总资产化率分别为 47.26%和 37.92%，长短期债务比为 0.37 倍。同时，较为充裕的货币资金亦使公司具有很强的短期偿债能力。

关 注

- 电价调整及新电改政策。公司电力资产以火电为主，燃煤发电上网电价下调将对公司火电业务的盈利能力带来一定影响，此外，竞价上网为核心的新电改方案或将使公司面临一定的竞争压力。
- 煤炭行业景气度欠佳。2015 年以来，受宏观经济增速下滑影响，电力、钢铁、建材等下游行业均受到冲击，煤炭需求不振，市场产能过剩严重，产品价格持续下滑，且目前行业景气度并未明显恢复，煤炭贸易企业亦面临一定的销售风险。
- 一定的资本支出压力。目前公司在建及拟建的项目规模较大，未来将保持较高的资金投入，面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规及时对外公布。

基本分析

公司是广东省最大的地方性综合能源公司之一，服务范围主要在广东省内，目前已形成具有一定规模的以电力、燃料、燃气和新能源为核心的综合能源产业体系，初步形成互为支撑、协同发展的格局。受益于煤炭、油品销售量的快速增加，2015

年公司实现营业收入 211.17 亿元，同比增长 8.59%，其中公司电力业务实现收入 69.81 亿元，占营业收入的 33.06%；燃料业务实现营业收入 103.89 亿元，占营业收入的 49.20%；燃气业务实现营业收入 32.57 亿元，占营业收入的 15.42%。电力业务仍系公司利润的最主要来源。

表 1：2014~2016.Q1 公司业务经营情况

单位：亿元、%

业务	2014		2015		2016.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	191.69		206.86		51.36	
电力	78.68	22.81	69.81	28.22	11.94	21.66
燃料	75.63	5.19	103.89	2.67	30.66	2.52
其中：煤炭	66.91	5.08	86.43	2.40	23.02	2.46
油品	8.72	6.03	17.46	4.00	7.64	2.70
燃气	36.76	23.13	32.57	21.69	8.94	25.61
其他	0.62	46.33	0.59	32.30	0.11	33.14
其他业务收入	2.77		4.31		1.41	
合计	194.46	16.78	211.17	15.84	52.77	11.84

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

电力业务

受广东省社会用电需求低迷影响，2015 年公司发电量和上网电量均有所下降，电力业务全年实现营业收入 69.81 亿元，同比下降 11.27%。公司电力资产主要系火电资产，受益于煤炭价格的持续下跌，2015 年公司电力业务营业毛利率为 28.22%，较上年增长 5.41 个百分点。

受工业用电需求下滑以及外来电量冲击等影响，公司发电量及上网电量下滑，火力发电设备利用小时数减少

广东省是我国经济大省，经济发展处于全国较高水平，各项经济指标在全国名列前茅。2015 年广东省实现地区生产总值（GDP）72,813 亿元，同比增长 8.0%，自 1989 年以来连续 27 年稳居全国各省市第一。受益于较为稳定的经济环境，同期广东省全社会用电量为 5,311 亿千瓦时，同比增长 1.4%，其中工业用电量 3,437 亿千瓦时，同比下降 0.4%。同时，随西电东送工程的推进，广东地区持续受到外来电量的冲击。2015 年广东省内电力供需缺口达 1,694 亿千瓦时，同比增长 24.10%，占广东总

用电量的 31.90%，较上年上升 5.83 个百分点。

表 2：2013~2015 年广东省内电力供求情况

单位：亿千瓦时、%

	2013	2014	2015
用电量	4,830	5,235	5,311
发电量	3,796	3,870	3,789
供需缺口	1,237	1,365	1,694
缺口比例	25.61	26.07	31.90

数据来源：广东电网公司，中诚信证评整理

截至 2015 年末，公司可控装机容量为 396.18 万千瓦，较上年增长 1.47%，其中火电可控装机容量为 394.88 万千瓦，较上年增长 1.25%；光伏发电可控装机容量为 1.30 万千瓦，较上年增长 189.78%。受工业用电需求下滑以及外来电量冲击等影响，2015 年公司合并口径内火力发电企业完成发电量 159.79 亿千瓦时，上网电量 149.94 亿千瓦时，同比分别下降了 7.97%和 8.23%，其中广州珠江电力有限公司发电量 23.84 亿千瓦时，上网电量 22.07 亿千瓦时，同比分别下降 17.58%和 18.06%；广州东方电力有限公司发电量 26.45 亿千瓦时，上网电量 24.61 亿千瓦时，同比分别下降 4.51%和 4.37%；天

然气发电公司发电量 24.00 亿千瓦时，上网电量 23.47 亿千瓦时，同比分别下降 9.82%和 9.81%；恒益电厂发电量 52.50 亿千瓦时，上网电量 49.16 亿千瓦时，同比分别下降 6.82%和 7.17%；中电荔新公司发电量 32.74 亿千瓦时，上网电量 30.47 亿千瓦

时，同比分别下降 3.78%和 3.96%；鳌头能源站完成发电量 0.16 亿千瓦时，上网电量 0.16 亿千瓦时。此外，公司控股火电发电企业设备平均利用小时数虽同比下降 408 小时至 4,044 小时，但其下降幅度（8%）低于省内火电机组平均降幅（12%）。

表 3：截至 2016 年 3 月末公司参控股电厂情况

单位：万千瓦时、%

电厂	装机容量	权益比例	电源类型	发电量	上网电量
珠江电力	2×32	50	燃煤	3.95	3.63
东方电力	2×32	75	燃煤	4.17	3.87
珠江 LNG 电厂	2×39	70	天然气	4.31	4.21
沙角 B 电厂	2×35	35.23	燃煤	3.55	3.23
恒益电厂	2×60	50	燃煤	5.88	5.49
盘南电厂	4×60	16.50	燃煤	20.32	19.07
汕尾电厂	2×60+2×66	25	燃煤	18.83	17.76
都匀电厂	2×60	30	燃煤	8.81	8.12
中电荔新	2×33	50	热电联产	8.84	8.21
恒运电厂	2×21+2×33	18.35/18.17	燃煤	9.76	9.04
靖海电厂	2×100+2×60	10	燃煤	21.08	19.86
鳌头分布式能源站	2×1.44	50	天然气	0.20	0.19
环保建材光伏	0.03	100	光伏	0.000484	0.000484（售电量）
万宝冰箱光伏	0.42	100	光伏	0.007545	0.007458（售电量）
丰力轮胎光伏一期	0.52	100	光伏	0.009305	0.009179（售电量）
珠江钢琴光伏	0.08	100	光伏	0.001644	0.001644（售电量）
万宝漆包线光伏	0.25	100	光伏	0.004497	0.004448（售电量）
三菱电机光伏	0.05	100	光伏	0.00012	0.00012（售电量）
惠东东山海黄埠风电场	4.96	100	风电	0.22	0.21

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

尽管公司上网电价有所下调，但一方面得益于电煤价格继续下行，电煤采购成本进一步下降；另一方面公司通过技术改造升级，发电效率不断提高，公司盈利空间有所上升

目前公司下属电厂大部分位于广东省负荷中心，电力需求旺盛，且公司生产的电力大部分销售给下游广东电网公司，电价由广东省物价局制定，公司与广东电网公司采用银行汇款方式进行结算，结算周期在 45 天左右。

2015 年 4 月，公司按照《广东省发展和改革委员会关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》（粤发改价格[2015]180 号）和《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格[2015]748 号）的规定，

从 2015 年 4 月 20 日起，对公司下属控股子公司广州珠江电力有限公司、广州东方电力有限公司、广州中电荔新电力实业有限公司、佛山恒益发电有限公司及参股子公司深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东红海湾发电有限公司的上网电价在现行基础上下调 0.0285 分/千瓦时(含税，下同)。

2016 年 1 月，公司收到广东省发展和改革委员会文件《关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》（粤发改价格〔2015〕820 号文），根据上述文件，公司控股电厂的燃煤机组调整后的上网电价（不含脱硫、脱硝和除尘电价）为：广州珠江电力有限公司 0.4037 元/千瓦时；广州东方电力有限公司 0.4431 元/千瓦时；广州中电荔新电力实业有限公司 0.4235 元/千瓦时；佛山恒益发电有限公司 0.4235 元/千瓦时。

表 4：截至 2016 年 3 月末公司主要电厂上网电价情况

单位：元/千瓦时

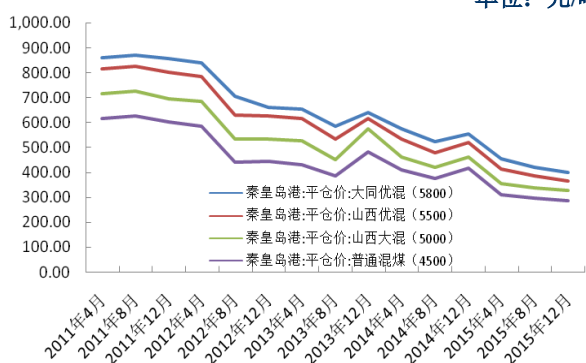
电厂	2016 年 3 月末
珠江电力	0.4407
东方电力	0.4801
珠江 LNG 电厂	0.5330
沙角 B 电厂	0.4505
恒益电厂	0.4505
汕尾电厂	0.4505
盘南电厂	0.3363
中电荔新	0.4505
鳌头能源站	0.7450
都匀电厂	0.3363
恒运热电（D）	0.4505
恒运热电（C）#6 机组	0.4505
恒运热电（C）#7 机组	0.5046

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司电厂以燃煤发电机组为主，发电成本与煤炭价格相关性较大，2015 年受下游主要耗煤行业景气度低迷影响，煤炭行业下游需求不足，当年全国煤炭产量和消费量同比分别下滑 3.3%和 3.7%。从长期趋势来看，受制于经济结构调整、投资及出口增速逐步回落等影响，煤炭需求增长将维持逐步放缓态势。受煤炭下游需求放缓，下游客户持续去库存等因素影响，煤炭价格仍将处于低位运行状态。

图 1：2011.4~2015.12 我国动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

此外，公司继续加大对现役机组节能减排综合技术改造力度，逐步对燃煤机组环保设施进行升级，推广燃煤电厂超洁净排放改造和新的能耗标准，2015 年，火电发电厂用电率为 5.42%，较上年增长 0.32 个百分点；光伏发电厂用电率为 1.13%，较上年增长 0.02 个百分点。

公司全面布局广州地区分布式能源站项目，加快电力结构的优化和升级；同时加强新能源业务的开拓力度，项目建设整体进展顺利，但由于投资额较大，公司或面临较大的资本支出压力

2015 年，公司在建与拟建电力项目进展顺利：珠江百万机组项目核准申请文件已上报广东省发改委；阳春热电项目列入《广东省工业园区和产业集聚区集中供热实施方案（2015-2017 年）》，其中，过渡性集中供热锅炉房工程项目已与阳春市政府签订投资协议。茂名 2×60 万千瓦级热电联产项目、肇庆热电项目稳步推进项目前期工作。分布式能源站项目建设取得重大进展：鳌头分布式能源站一期 2×1.44 万千瓦项目投入运行，超算中心能源站一期 2×0.43 万千瓦项目开工建设；中新知识城分布式能源站 2×2.10 万千瓦项目已获得核准；从化太平、广药白云、从化明珠、鳌头二期、南沙明珠湾片区等一批分布式能源项目有计划、有重点的全面铺开前期工作。广州中电荔新电力实业有限公司顺利通过热电联产认定并取得认定证书，成为广东省第一家 30 万千瓦级燃煤热电联产企业。

整体来看，随着热电联产、分布式能源及新能源在建及拟建项目的持续推进，公司电力结构将逐步优化和提升，盈利能力及抗风险能力亦将相应增强。但根据在建项目的建设计划及计划投资额，公司 2016 年将面临至少约 21.83 亿元的投资支出，或具有较大的资本支出压力。

表 5：公司在建及拟建项目情况

单位：万元

项目名称	总投资	资本金比例	截至 2016 年 3 月 末已投入金额 已投金额	预期完工时间
广州市天然气利用工程四期工程	696,690	100%	15,270	2020 年
LNG 汽车加气站	25,300	100%	4,310	2020 年
从化明珠工业园分布式光伏示范区（一期）	14,700	100%	8,310	2016 年
广州市超算中心分布式能源站项目	24,300	30%	12,100	2016 年
在建合计	760,990	-	39,990	-
广州珠江电厂 1 台 100 万千瓦“上大压小”扩建工程	431,000	72%	55,530	2018 年
阳春热电项目	337,000	100%	200	2019 年
肇庆电厂项目	600,000	100%	4,000	2020 年
茂名滨海新区 2×600MW 级热电联产	668,000	100%	550	2020 年
广州发展珠江天然气二期项目	280,000	100%	300	2019 年
中新广州知识城北起步区分布式能源站项目	35,000	20%	600	2016 年
广州发展太平分布式能源站	60,000	100%	120	2017 年
广州发展广药白云基地分布式能源站项目	49,500	100%	60	2018 年
广州发展明珠生物医药健康产业园能源站	55,000	100%	20	2018 年
广州发展空港商务区分布式能源站项目	43,400	100%	20	2020 年
广州发展空港高新区分布式能源站项目	40,900	100%	20	2020 年
广州发展鳌头能源站二期工程	48,000	100%	0	2018 年
中电荔新煤场环保技术改造项目	9,600	50%	150	2017 年
广州南沙天然气应急调峰气源站	517,000	100%	390	2019 年
小型 LNG 气化站项目	35,150	100%	0	2018 年
广控惠东东山海黄埠风电场二期项目	45,000	100%	0	2020 年
河源连平大湖地面光伏电站	32,000	100%	97	2018 年
拟建合计	3,286,550	-	62,057	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

燃料业务

公司燃料业务主要包括煤炭和油品两大部分，2015 年公司燃料业务实现营业收入 103.89 亿元，同比增长 37.36%，其中煤炭和油品收入分别为 86.43 亿元和 17.46 亿元，分别较上年增长 29.18% 和 100.12%。

公司大力拓展下游销售渠道，煤炭销量大幅提升，但受煤炭行业不景气影响，毛利率有所下降

煤炭的下游行业主要有电力、钢铁、水泥等，三者的耗煤量占煤炭总产量的比重约为 80%。受宏观经济增速放缓的影响，电力、钢铁、水泥等行业需求均出现不同程度下滑；且 2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，煤炭在

中国一次能源消费中占比预计将由目前的 63% 降至 2020 年的 60% 以下，煤炭消费结构比例下降将是长期的主要趋势。受此影响，2015 年广东煤炭消耗量约为 1.6 亿吨，同比减少 8.6%，其中电煤消耗量约 1 亿吨，同比减少 4.6%。

面对低迷的煤炭市场环境，燃料公司加大南方市场直销力度，积极开拓北方市场，形成“电煤为基础，南北方市场互为支撑”的新格局，全力打造“珠电煤”品牌，积极拓展南方平仓、南北方直销市场，发挥电商平台（<http://www.zdrlgs.com>）优势，销售规模取得较快增长，2015 年完成市场煤销售量 2,585 万吨，同比增长 70.75%。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持续保持领先地位。

表 6：2014~2016.Q1 公司市场煤销量情况

年份	市场煤销量（万吨）
2014	1,514
2015	2,585
2016.Q1	742

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

价格方面，公司主要采取成本加成的方式，但受煤炭行业不景气影响，煤炭价格的持续下降对公司燃料业务毛利率造成一定的影响。2015 年，公司煤炭销售毛利率为 2.40%，较上年下降 2.68 个百分点。

油品业务经营情况良好，业务规模大幅提升，但盈利能力有所下滑

油品仓储业务方面，公司与 BP 公司在广州南沙开发区共同投资建设了 67 万立方米油库（以下简称“南沙油库”），由公司控股的广州发展碧辟油品有限公司运营（以下简称“发展碧辟”）。2015 年，受行业竞争加剧等影响，发展碧辟全年完成轻油罐租赁量为 375.12 万立方米，同比下降 21.28%，同期成品油销售量为 34.76 万吨，同比增长 242.00%。毛利率方面，2015 年，公司油品销售毛利率为 4.00%，较上年下降 2.03 个百分点。

2015 年，广州港发石油化工码头有限公司（以下简称“港发码头”）完成吞吐量 280 万吨，同比增长 6.00%；广州发展燃料港口有限公司通过科学调度生产，全年完成接卸量 1,170 万吨，同比增长 17.00%；自营船舶完成货运量 717 万吨，同比增长 2.00%。

表 7：2014~2016.Q1 公司油库和港发码头业务情况

年份	油库租赁量（万立方米）	港发码头吞吐量（万吨）
2014	477	265
2015	375	280
2016.Q1	105	77

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

燃气业务

公司积极拓展气源和市场，用户结构逐步优化，区域龙头地位显著；但受行业不景气影响，售气量有所下滑，盈利能力略有下降

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，公司下属全

资子公司广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）统筹建设、运营全市高压管网和上游气源的采购和分销，在广州地区天然气开发利用市场具有区域龙头地位。

燃气气源采购方面，截至 2016 年 3 月末，燃气集团通过直接或间接参股广东大鹏液化天然气有限公司、珠海金湾液化天然气有限公司等方式参与上游燃气设施建设，与广东大鹏液化天然气有限公司、中石油西气东输销售分公司、广东省天然气管网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 37 亿立方米。燃气集团及其下属企业的燃气管网增至 4,190 公里，除覆盖广州中心城区外，还覆盖了南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域。

市场拓展方面，燃气集团抓住广州市推进管道燃气三年发展计划工作方案的有利时机，积极拓展天然气用户，2015 年新增燃气居民用户 10.66 万户、非居民用户合同气量约 1.05 万立方米/日。2015 年销售管道天然气 10.16 亿立方米，同比下降 2.32%；其中工业用户售气量 1.69 亿立方米，同比增长 0.10%；商业用户售气量 1.85 亿立方米，同比增长 5.80%；工商用户销售气量占终端用户（高压直供和分销售除外）比重为 57%，用户结构持续优化。

2015 年我国天然气绝对消费量 1,845 亿立方米，同比增加 4.8%，较上年下降 2.6 个百分点。由于我国整体经济增速持续放缓，短期内天然气下游消费市场需求增长动力不足；加之国际油价持续处于低位，替代能源价格走低，天然气经济性消退。当前，我国天然气市场进入平稳增长的新常态。受行业环境影响，公司 2015 年天然气销售量有所下滑，燃气业务实现营业收入 32.57 亿元，同比下降 11.40 个百分点；毛利率水平为 21.69%，较上年下降 1.44 个百分点。

表 8：2014~2016.Q1 燃气的供应能力、销量、售价情况

年份	销售数量（万立方米）	管网长度（公里）	输配能力（万立方米/年）
2014	112,476	3,785	370,000
2015	101,579	4,174	370,000
2016.Q1	29,179	4,190	370,000

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着天然气价格市场化程度的不断推进，燃气价格有所下滑，公司燃气业务运营将受到一定影响

燃气价格方面，2015 年我国天然气市场经历两次调价，天然气市场化改革进程加快：2015 年 4 月 1 日，我国天然气市场如期实现存量气与增量气价格并轨，非居民用气价格全面理顺，同时试点放开了直供用户用气价格；2015 年 11 月 18 日，国家发改委正式公布天然气价格调整方案，宣布降低非居民用天然气门站价格，每立方米下调 0.7 元，自 2015 年 11 月 20 日起执行，进一步提高了非居民用气价格市场化程度。根据国家有关规划，到 2017 年，天然气市场竞争性领域的价格基本放开，放开天然气气源和销售价格，政府只监管具有自然垄断性质的管道运输价格和配气价格。

广州市燃气销售价格及相关政策由物价主管部门根据全成本定价机制制定。2015 年 12 月 30 日，燃气集团收到《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），将居民用气量分为三档，各档气量实施超额累进加价：居民用气第一档气量为 0-320（含）立方米/年，价格维持 3.45 元/立方米；第二档气量为 320-400（含）立方米/年，价格 4.14 元/立方米；第三档气量为 400 立方米/年以上的用气部分，价格 5.18 元/立方米。非居民用气价格统一最高限价标准 4.36 元/立方米，经营者可根据市场和经营情况下调标准。分销价格由价格主管部门另行制定，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 4 月 27 日，广州市发改委下发了《关于降低我市西气东输二线天然气分销价格有关问题的通知》（穗发改【2016】388 号文），广东省天然气管网有限公司代输的工商业用户含税代输价格由目前的 0.2897 元/立方米下调至 0.26 元/立方米，广州市西气东输二线气配气价格相应从 0.29 元/立方米降到 0.26 元/立方米，根据以上调整，2016 年广州市西气东输二线气分销价格从 2.76 元/立方米降到 2.7 元/立方米。

由于公司与多家供应商签订了长期合同，其中与大鹏液化天然气有限公司签订了为期 25 年的长期合同（2006-2031 年），采购价格为 1.5 元/立方米；

与中石油西气东输销售分公司签订了为期 27 年的长期合同（2011-2038 年），采购价格为 2.18 元/立方米，供给和价格在合同期内均不变。随着天然气销售价格的不断下调，下游需求或将有所回暖。

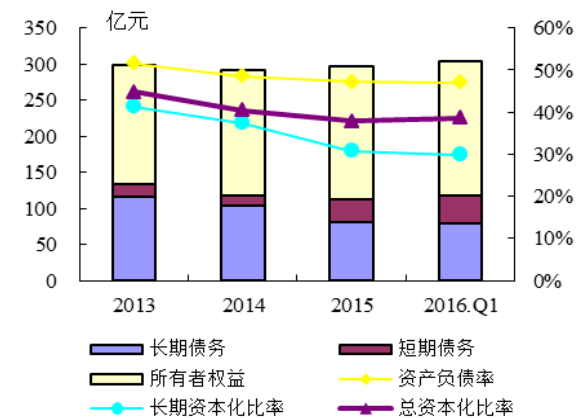
财务分析

以下分析主要基于公司提供的立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年度合并财务报告，以及未经审计的 2016 年第一季度财务报告。

资本结构

2015 年公司业务发展稳定，资产和负债规模呈小幅增长态势。截至 2015 年末，公司资产总额为 348.61 亿元，较上年增长 3.20%；负债总额为 164.77 亿元，较上年增长 0.43%。得益于良好的经营业绩，公司自有资本实力不断增强，2015 年末公司所有者权益增至 183.85 亿元，较上年增长 5.82%。

图 2：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，受益于债务规模的下降，2015 年公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.26% 和 37.92%，分别较上年下降 1.30 和 2.44 个百分点，杠杆水平适中。截至 2016 年 3 月末，公司总资产进一步上升至 351.17 亿元，资产负债率和总资本化比率较年初基本持平，分别为 47.03% 和 38.66%。

表 9：2015 年 12 月 31 日主要电力上市公司负债水平

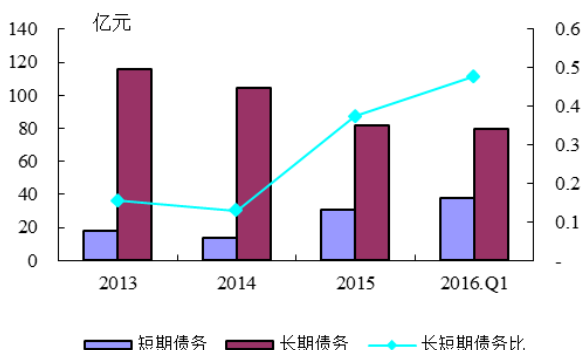
单位：亿元；%

公司名称	总资产	资产负债率
大唐发电	3,033.68	79.12
湖北能源	429.88	43.14
广州发展	348.61	47.26
建投能源	258.45	51.36
吉电股份	228.73	79.23
皖能电力	227.79	42.49

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，由于部分长期借款和应付债券将在一年内到期，故 2015 年公司长期债务规模有所下降，短期债务规模有所上升。截至 2015 年末，公司长期债务和短期债务分别为 81.72 亿元和 30.56 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.37 倍，较上年上升 0.24 倍。截至 2016 年 3 月末，公司长期债务和短期债务分别为 79.37 亿元和 37.89 亿元，长短期债务比上升至 0.48 倍。目前以长期债务为主的债务结构符合公司业务前期投资大、投资回报期长的特点。

图 3：2013~2016.Q1 公司长短期债务结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司财务杠杆水平适中，资本结构较为稳健，且公司负债中以长期债务为主，财务结构亦较为合理。

盈利能力

2015 年公司实现营业总收入 211.17 亿元，较上年增长 8.59%，其中主营业务收入 206.86 亿元，较上年增长 7.91%。从具体业务来看，公司电力业务实现营业收入 69.81 亿元，同比下降 11.28%；燃料业务实现营业收入 103.89 亿元，同比上升 37.36%；燃气业务实现营业收入 32.57 亿元，同比下降 11.40%。

毛利率方面，虽然 2015 年公司收入规模有所上升，但因煤炭和油品毛利率有所下降，公司业务综合毛利率较上年下降 0.94 个百分点至 15.84%。分业务来看，受益于煤炭价格的下降，电力业务的盈利能力逐渐回升，2015 年电力业务毛利率上升至 28.22%，较上年增长 5.41 个百分点；受行业不景气影响，公司燃料业务和燃气业务毛利率分别为 2.67% 和 21.69%，分别较上年减少 2.52 个百分点和 1.44 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2015 年公司共计发生管理费用 5.41 亿元，同比减少 2.00%；同期财务费用发生额为 5.69 亿元，同比减少 16.41%，系公司平均借款规模减少、贷款利率同比下调所致。总体来看，公司 2015 年共计发生期间费用 13.77 亿元，同比减少 8.63%，当年三费收入占比为 6.52%，同比下降 1.23 个百分点。2016 年一季度，公司共计发生期间费用 3.12 亿元，占营业总收入的比重为 5.91%。

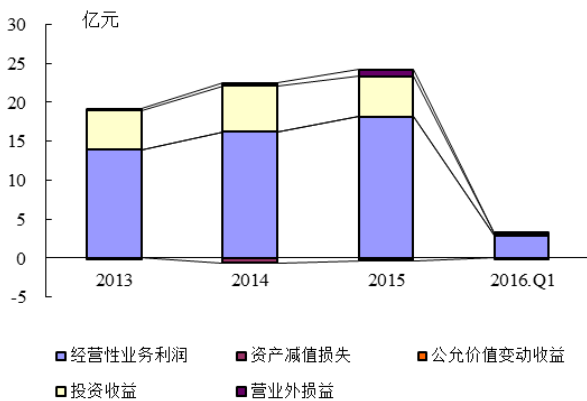
表 10：2014~2016.Q1 公司三费情况

	2014	2015	2016.Q1
销售费用(亿元)	2.74	2.67	0.67
管理费用(亿元)	5.52	5.41	1.21
财务费用(亿元)	6.81	5.69	1.24
三费合计(亿元)	15.07	13.77	3.12
三费收入占比(%)	7.75	6.52	5.91

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，经营性业务利润为公司利润的主要来源，而投资收益为利润的重要补充。2015 年，公司整体盈利能力有所提升，全年实现经营性业务利润 18.12 亿元，同比增长 11.66%。受益于经营性利润的增长，公司当年实现利润总额 23.85 亿元，较上年增长 9.29%。长期来看，公司三大业务发展较为稳定，未来随着在建项目的逐步投产，公司利润总额有望持续增长。

图 4：2013~2016.Q1 公司利润总额结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

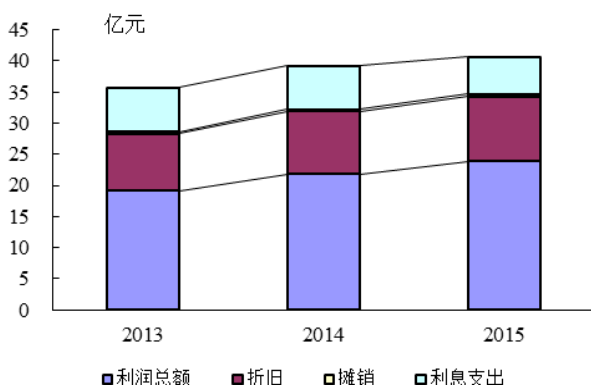
总体来看，公司收入规模稳步增长，整体盈利能力较为稳定。未来，随着在建电厂陆续投产和天然气业务规模的扩大，公司收入和利润规模或将继续保持增长态势。

偿债能力

随着部分债务的到期归还，2015 年公司债务规模略有下降，截至 2015 年末，公司总债务为 112.28 亿元，同比下降 4.48%，其中短期债务为 30.56 亿元，较上年增长 1.28 倍，但公司货币资金较为充裕，短期偿债压力不大。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成。2015 年在利润总额增长的带动下，公司 EBITDA 同比增长 3.87%至 40.69 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2015 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 2.76 倍和 6.52 倍，分别同比下降 0.24 倍和上升 0.98 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平有所上升。

图 5：2013~2015 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司主营业务现金回笼能力较强

且稳定，2015 年公司经营性净现金流为 31.89 亿元，同比下降 1.45%，同期公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.28 倍和 5.11 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力强。

表 11：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
长期债务（亿元）	115.73	104.17	81.72	79.37
总债务（亿元）	133.62	117.54	112.28	117.25
EBITDA（亿元）	35.75	39.18	40.69	-
总债务/EBITDA（X）	3.74	3.00	2.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	5.54	6.52	-
经营活动净现金流（亿元）	27.66	32.36	31.89	0.68
经营活动净现金流/总债务（X）	0.21	0.28	0.28	0.02
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.70	4.58	5.11	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2016 年 3 月末，公司取得银行授信额度合计 529.87 亿元，其中未使用的授信额度为 461.12 亿元，备用流动性充裕。

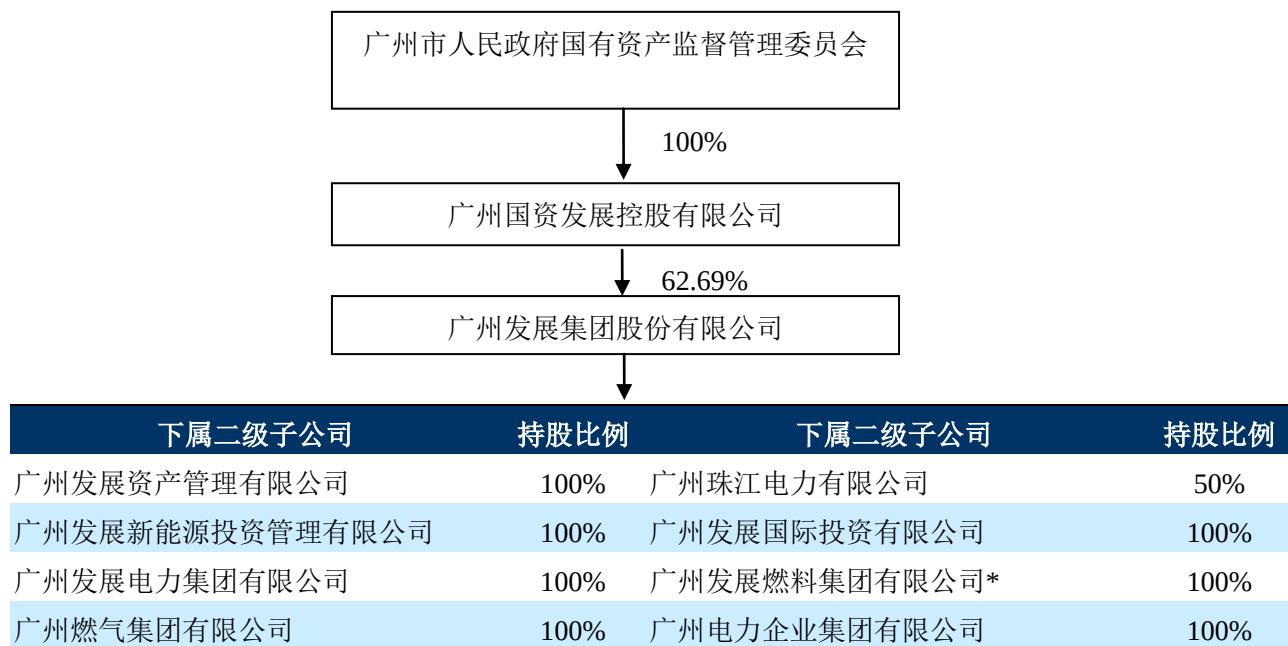
或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，除对子公司提供合计 15.89 亿元的担保外，公司无对外担保、无重大对外诉讼等或有负债事项。

综上所述，公司资本实力强，债务水平适中，资本结构稳健；公司业务发展平稳，整体运营情况良好，盈利能力不断提升；公司备用流动性充裕，现金回笼能力较强且稳定，整体偿债能力极强。

结 论

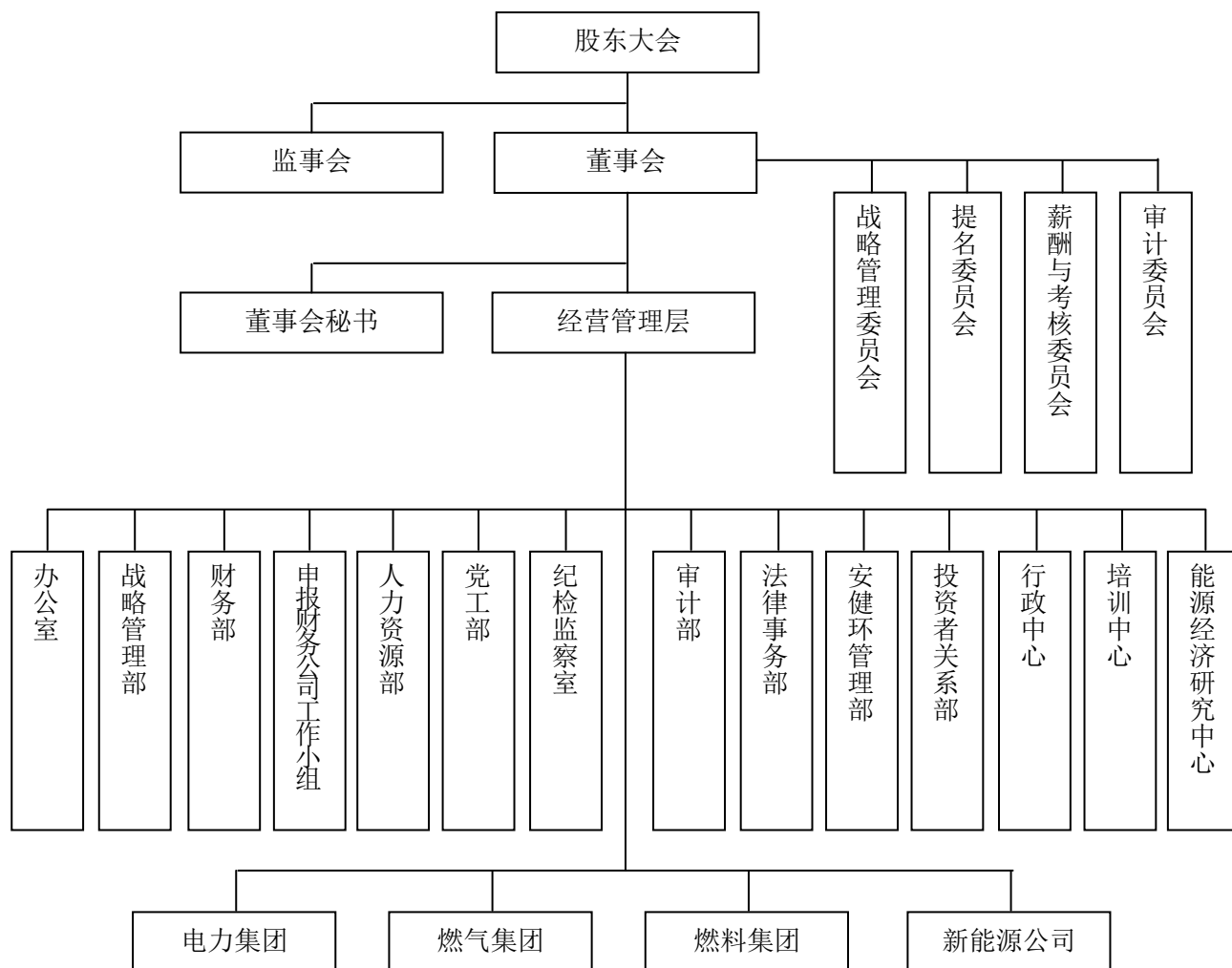
综上，中诚信证评维持广州发展主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

附一：广州发展集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



注：广州发展燃料集团有限公司于 2016 年 6 月 1 日更名为广州发展能源物流集团有限公司。

附二：广州发展集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：广州发展集团股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	489,487.51	446,049.51	465,873.53	445,046.10
应收账款净额	120,726.74	122,542.70	222,402.57	207,095.36
存货净额	81,119.98	125,793.98	126,616.74	113,035.77
流动资产	767,250.13	743,434.90	883,186.26	844,751.18
长期投资	711,080.96	722,420.14	704,625.19	804,404.94
固定资产合计	1,830,415.34	1,815,010.56	1,768,081.86	1,744,147.33
总资产	3,398,736.48	3,377,915.60	3,486,127.28	3,511,670.69
短期债务	178,935.11	133,758.93	305,594.54	378,850.96
长期债务	1,157,257.33	1,041,673.90	817,183.75	793,657.06
总债务（短期债务+长期债务）	1,336,192.44	1,175,432.83	1,122,778.30	1,172,508.02
总负债	1,754,389.19	1,640,555.28	1,647,662.88	1,651,502.62
所有者权益（含少数股东权益）	1,644,347.28	1,737,360.31	1,838,464.40	1,860,168.08
营业总收入	1,689,453.19	1,944,579.52	2,111,665.07	527,730.02
三费前利润	285,272.46	313,029.54	318,939.89	60,079.42
投资收益	50,555.51	58,638.74	51,988.00	3,161.65
净利润	147,624.67	170,666.10	183,819.04	23,154.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	357,528.00	391,752.10	406,907.13	-
经营活动产生现金净流量	276,644.44	323,594.24	318,917.51	6,826.76
投资活动产生现金净流量	-165,250.34	-50,283.37	-65,050.58	-88,013.78
筹资活动产生现金净流量	-129,411.85	-324,862.85	-209,732.54	60,360.01
现金及现金等价物净增加额	-18,017.18	-51,548.00	44,154.02	-20,827.44
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	17.52	16.78	15.84	11.84
所有者权益收益率（%）	8.98	9.82	10.00	4.96
EBITDA/营业总收入（%）	21.16	20.15	19.27	-
速动比率（X）	1.28	1.14	0.97	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.28	0.28	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	1.55	2.42	1.04	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	3.70	4.58	5.11	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.79	5.54	6.52	-
总债务/EBITDA（X）	3.74	3.00	2.76	-
资产负债率（%）	51.62	48.57	47.26	47.03
总资本化比率（%）	44.83	40.35	37.92	38.66
长期资本化比率（%）	41.31	37.48	30.77	29.91

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理。

3、公司 2014 年度年报对上期财务报告进行了追溯调整，2013 年期末数取 2014 年期初数。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。