



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪684号

广州国资发展控股有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州国资发展控股有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。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，维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年六月二十七日

广州国资发展控股有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	广州国资发展控股有限公司		
发行规模	30 亿元		
存续期限	2016/11/22~2021/11/22，债券存续期第 3 年末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权		
上次评级时间	2016/11/09		
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

广州国发	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	243.34	284.66	285.66
总资产（亿元）	510.63	513.54	540.95
总债务（亿元）	197.83	146.08	177.07
营业总收入（亿元）	232.79	249.90	257.89
营业毛利率（%）	20.95	20.20	18.15
EBITDA（亿元）	46.04	48.01	39.52
所有者权益收益率（%）	8.04	7.08	4.40
资产负债率（%）	52.34	44.57	47.19
总债务/EBITDA（X）	4.30	3.04	4.48
EBITDA 利息倍数（X）	6.04	6.20	5.85

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 27 日

基本观点

2016 年，我国宏观经济运行释放企稳信号，用电需求增速有所回升，其中工业生产用电增速由负转正。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国发”或“公司”）所处区域环境良好、电力燃气等业务具有一定区域优势、多元化的股权投资分散了业务风险、获现能力很强等正面因素对其业务发展及信用质量的支持。同时，我们也关注到经济增速放缓、动力煤价格变化等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持广州国发主体信用级别 AAA，评级展望稳定，维持“广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

正 面

- 区域环境良好。广东省各项经济指标均在全国位列前茅。2016 年，广东省实现 GDP79,512.05 亿元，同比增长 7.5%，其总量位居全国各省份经济总量首位。同时资源需求旺盛，为公司电力、燃气等业务提供良好的经营环境。
- 公司电力、燃气等业务具有一定区域优势。公司控股的广州发展集团股份有限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，同时其燃气管网覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域，市场份额较高。
- 多元化的股权投资分散业务风险。公司对电力、燃气、燃料、新能源、医疗、化工、零售、文化等多行业内公司及项目进行股权投资，业务风险较为分散。
- 获现能力很强。2016 年公司 EBITDA 为 39.52 亿元，经营活动净现金流 32.31 亿元，为公司债务本息的偿还提供良好的保障。

关 注

- 经济增速放缓。虽然 2016 年我国全社会用电量增速由负转正，释放出经济结构优化升级取得效果的信号，但整体来看我国经济仍将处于增速放缓态势。
- 动力煤价格变化对公司电力业务盈利的影响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，2016 年下半年以来动力煤价格上涨对公司盈利影响较大。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、法规对外公布。

本期债券募集资金使用情况

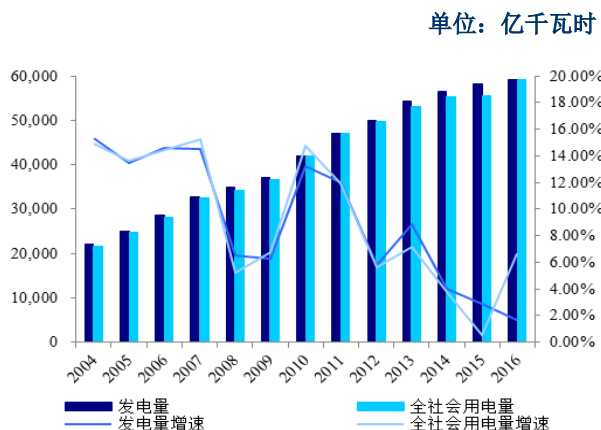
广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（债券简称“16 穗发 01”，债券代码为“136837”，以下简称“本期债券”）于 2016 年 11 月 22 日发行，实际发行规模为 30 亿元，最终票面利率为 3.28%。本期债券期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，最后一次利息随本金的兑付一起支付。截至 2016 年末，以上募集资金已全部用于补充公司及下属子公司流动资金，公司债券募集资金的使用与计划一致。

行业关注

受中国经济增速企稳及夏季持续高温天气的影响，2016 年全国全社会用电量增速同比回升；但在装机容量增长、能源结构调整以及节能减排的环保压力下，火电设备利用小时数继续减少

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量增速同比回升，当年全国全社会用电量达到 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年回升 4.50 个百分点，创三年来新高。

图 1：2004~2016 年全国电力生产及消费情况

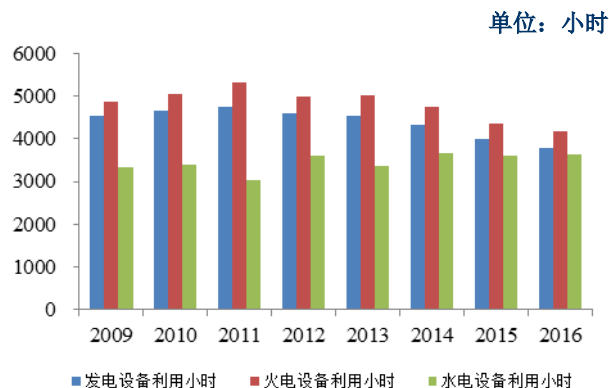


资料来源：国家统计局，中电联，中诚信证评整理

电力装机容量方面，我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2016 年末，全国发电设备装机容量 16.46 亿千瓦，同比增长 8.2%，增速较上年回落 2.4 个百分点，但仍高于全社会用电量增速，

电力供应能力总体充足。发电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。2016 年，全国 6,000 千瓦以上发电设备累计平均利用小时 3,785 小时，同比减少 164 小时。其中，火电设备平均利用小时为 4,165 小时，同比减少 199 小时；水电设备平均利用小时为 3,621 小时，同比减少 31 小时。

图 2：2009~2016 年全国 6,000 千瓦以上电力设备利用小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总体来看，我国正处于经济结构调整阶段，全社会用电量低速增长，能源结构将进一步深入调整，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

2016 年下半年煤炭价格快速上涨，我国火电企业成本压力有所上升；近年煤电机组上网电价的下调以及煤电价格联动机制未来施行情况对煤电企业盈利能力的影响也值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50% 以上，价格变动对火电行业成本影响较大。2014 年和 2015 年，受国内经济结构调整、环保治理力度加大、煤炭产能增加以及进口煤炭冲击等因素影响，我国煤炭需求直线下滑，煤炭供应商的议价能力处于较弱水平，煤价持续低迷。进入 2016 年，去库存效果明显，三、四季度煤价快速上涨，截至 2016 年 12 月末，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价上涨至 595.00 元/吨，较上年末增长 62.57%。近年来，随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗

持续下降。2015 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机
组供电标准煤耗较上年同期下降 4%至 315 克/千瓦
时；2016 年该指标下降 3 克/千瓦时至 312 克/千瓦
时。

图 3：2014.4~2017.2 秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

2015 年 4 月，国务院总理李克强主持召开国务
院常务会议，会议决定适当下调燃煤发电上网电价
和工商业用电价格，以降低企业成本、稳定市场预
期、促进经济增长、调整产业结构。经会议研究决
定，按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上
网电价，平均降幅为 0.02 元/千瓦时；同时，为减
轻企业电费负担，将全国工商业用电价格平均下调
0.018 元/千瓦时，降价空间将被用来补贴脱销、除
尘、超低排放等环保措施来促进节能减排和大气污
染防治。此外，将继续对高耗能产业采取差别电价，
加大惩罚性电价执行力度。

2015 年 12 月，国家发改委出台《国家发展改
革委关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》，
明确煤电联动周期及测算方法。同月，国家发改
委下发《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商
业用电价格的通知》，根据煤电价格联动机制有
关规定，决定下调全国燃煤发电上网电价和一般工
商业用电价格，全国平均降幅为每千瓦时人民币
0.03 元。2016 年末，国家发改委按照煤价变化周期
测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批
后，决定 2017 年 1 月 1 日暂不启动联动机制。

总体来看，2016 年实体经济回暖，全国用电需
求增速回升，但受制于环保和节能减排政策，火电

设备利用小时数同比减少。2016 年下半年煤价的快
速上涨使得煤电企业的成本压力有所上升，同时，
煤电企业上网电价的下调也一定程度上压缩了其
盈利空间。

受益于国家政策支持 and 国民环保意识增强，
天然气已成为我国城市用气和供气体系最主要
产品，且其占比持续上升；同时，国内天然
气产量增速相对落后于需求涨幅，短期内
天然气供应对外依存度较高

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
体系最主要产品；同时，国家亦多次出台有关政策
推进天然气利用，天然气在城市燃气中的占比将持
续上升。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，“全
面加快推进天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发
电、交通燃料四大领域的大规模高效科学利用、产
业上中下游协调发展，逐步将天然气培育成为现代
能源体系的主体能源”，“到 2020 年，天然气在一
次能源¹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
燃气电厂项目装机规模总计 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。”国家首次在规划中明确天然气主体能源
的地位，要“发挥市场配置资源的决定性作用”。
2017 年 1 月 5 日，国家能源局发布《能源发展“十
三五”规划》，再次指出：“十三五”期间我国能源消
费总量年均将增长 2.5%左右，力争实现天然气消费
比重达到 10%。1 月 19 日，国家发改委对外发布《天
然气发展“十三五”规划》，亦提出：“到 2020 年，我
国天然气综合保供能力应达到 3,600 亿立方米以
上，天然气消费占一次能源消费比例达到

¹ 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。

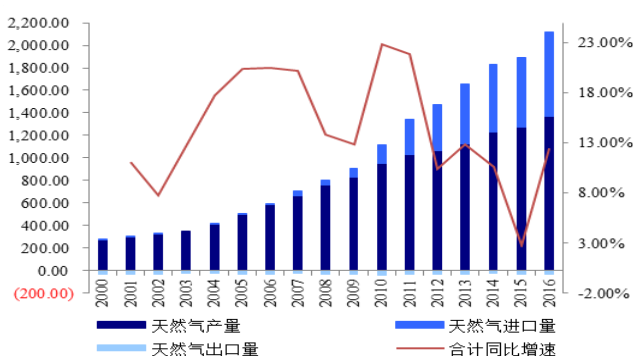
8.3%~10%。”

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。我国城市燃气用气类型经历从人工煤气到液化石油气再到天然气的过渡。2015 年天然气用气人口为 28,561.5 万人，占城市用气人口的比重增至 65.15%；液化石油气和人工煤气的用气人口分别为 13,955.1 万人和 1,321.7 万人，占城市用气人口的比重分别下降至 31.83%和 3.01%。2016 年，随着我国城镇化水平的提升和城市区域管网的逐步完善，居民、商业用气快速增长，年末天然气用气人口已突破 3 亿人。

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。2016 年，我国天然气供应量继续稳步增长，其中城市燃气中天然气供气总量约为 1,196.85²亿立方米。由于国内天然气产量增速相对落后于需求涨幅，供需存在一定的缺口。2016 年，我国天然气表观消费量为 2,058 亿立方米，同比增长 6.58%；我国天然气进口量为 751 亿立方米，同比增加 22.31%。近年来我国天然气供应对外依存度³不断提高，2016 年已增至 36.49%。

图 4：2000~2016 年我国天然气生产及进出口情况

单位：亿立方米



资料来源：国家统计局，海关总署，中诚信证评整理

管网等基础设施是有效衔接天然气供求的“枢纽”，近年来，我国天然气基础设施布局日益完善，天然气管道长度不断增长。截至 2016 年末，我国天然气管道增至 7.43 万千米（已扣减退役封存管道）；使用区域已扩展至国内 31 个省、市、自治区，

² 数据来源于中化新网，为预估数。

³ 天然气对外依存度=天然气进口量/天然气消费量

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。此外，我国天然气资源储备丰富，已相继发现并建成四川、鄂尔多斯、塔里木、柴达木和近海海域等大型气区。四川磨溪气田已建成投产，南海陵水气田、川西彭州气田、川南页岩气田等一批大中型气田处于前期评价或产能建设期，这批气田将成为今后天然气上产的主要构成。未来，随着我国天然气开发力度的加强，以及基础设施布局的日益完善，天然气对外依存度或将有所下降。

表 1：我国主要的天然气长输管道

单位：亿立方米/年

主要气源	主干线途经地区	设计输气能力
西气东输一线	新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江	200
西气东输二线	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西、浙江、上海、江苏、安徽	300
西气东输三线西段	新疆、甘肃、宁夏	300
陕京一线	内蒙古长庆气田、陕西、山西、河北、北京	33
陕京二线	内蒙古长庆气田、陕西、山西、河北、北京	170
陕京三线	长庆气田、土库曼斯坦、哈萨克斯坦等	150
川气东送线	四川普光气田、四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
忠武线	四川盆地、重庆、湖北、湖南	30
涩宁兰线	柴达木盆地、青海、甘肃、宁夏	33
中贵线	塔里木盆地、中亚、俄罗斯、宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅线	缅甸近海油气田、云南、贵州、广西	120

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

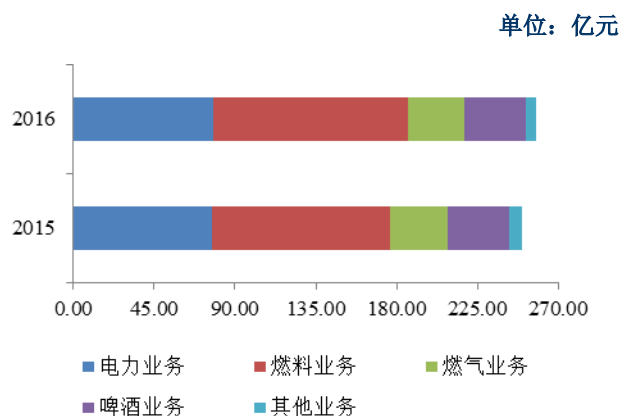
整体来看，天然气占城市燃气供应体系的比重将继续提升，且随着我国城镇化水平的提升和城市区域管网的逐步完善，天然气用气人口数量将继续增长。同时，天然气供应对外依存度较高，随着基础设施布局日益完善，未来这一情况或将有所改

善。

业务运营

公司是广州市政府整合市属产业的上市公司持股平台、资本运作管理平台和战略投资发展平台，主要经营电力、燃料、燃气和啤酒等业务。2016年，随着业务多元化拓展和经营规模增加，公司实现营业总收入 257.89 亿元，同比增长 3.20%。分业务看，2016 年，公司电力、燃料、燃气和啤酒等业务分别实现营业收入 77.68 亿元、108.88 亿元、31.40 亿元和 34.25 亿元，同比分别增长 0.39%、10.27%、-3.59% 和 0.52%，在营业总收入中分别占比 30.14%、42.25%、12.18% 和 13.29%，其各项占比较上年度分别增加 -0.82、2.73、-0.85 和 -0.35 个百分点。

图 5：2015~2016 年公司各业务板块收入对比



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年，随着装机容量和利用小时数增长，公司发电量亦有所增长，电力业务收入小幅上升；同时，受煤炭价格上升和电价调整影响，电力业务毛利率有所下降

作为核心业务板块之一，公司电力业务由火力发电、风力发电和光伏发电等板块构成，负责开展业务的子公司均分布在广州、佛山等珠三角中心城市。2016 年公司电力业务实现营业收入 77.68 亿元，同比上升 0.39%，主要系装机容量增加，机组利用小时数提升，发电量增长等所致；但由于煤炭价格上升和电价调整的影响，同期电力业务毛利率为 23.55%，同比下降 5.86 个百分点。

表 2：2015~2016 年公司分类装机容量

单位：万千瓦

指标	2015	2016
可控装机容量	442.68	450.77
其中：火电	441.38	441.38
光伏	1.30	4.43
风电	-	4.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电源结构方面，截至 2016 年末，公司发电可控装机容量合计 450.77 万千瓦，同比增长 1.83%。其中，火电可控装机容量为 441.38 万千瓦，与上年末相同；光伏发电可控装机容量 4.43 万千瓦，同比增加 3.13 万千瓦光伏机组；新增风力发电可控装机容量 4.96 万千瓦。同时，2016 年公司获批和在建的控股项目总装机为 5.13 万千瓦，全部为分布式光伏发电项目。

火电方面，公司加大对现役机组节能减排综合技术改造力度，升级燃煤机组环保设施，推广燃煤电厂超低排放改造和新的能耗标准，提高节能环保绩效。2016 年公司火电机组利用小时数 4,155 小时，较上年度增加 81 小时；发电量为 183.40 亿千瓦时，同比增长 1.99%；实现上网电量 170.55 亿千瓦时，同比增长 1.94%。

煤炭采购方面，公司电力业务所需煤炭由广州发展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”）提供，燃料供应渠道稳定。2016 年，随着煤炭价格上涨，公司燃料采购成本有所增加。

表 3：2015~2016 年末公司火电机组运营情况

指标	2015	2016
发电量（亿千瓦时）	179.83	183.40
上网电量（亿千瓦时）	167.30	170.55
机组平均利用小时数（小时）	4,074	4,155
供电标准煤耗（克/千瓦时）	308.54	308.76
含税上网电价（元/千瓦时）	0.4907	0.4667

注：上网电价为出售给南方电网的电价，上述电价均不含政府补贴。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

光伏发电方面，目前公司已投产光伏发电项目均为分布式光伏项目。2016 年，公司光伏发电利用小时数为 830.06 小时，较上年度增加 93.91 小时；随着装机容量大幅增长和利用小时数上升，公司光伏机组实现发电量 0.1893 亿千瓦时，同比增长

97.60%；实现售电量 0.1878 亿千瓦时，同比增长 99.36%；发电厂用电率为 0.94%，较年度下降 0.19 个百分点，处于较低水平。

表 4：2015~2016 年末公司光伏发电机组运营情况

指标	2015	2016
发电量（亿千瓦时）	0.0958	0.1893
上网电量（亿千瓦时）	0.0076	0.0141
售电量（亿千瓦时）	0.0942	0.1878
外购电量（万千瓦时）	3.20	6.72
机组平均利用小时数（小时）	736.15	830.06
发电厂用电率（%）	1.13	0.94
含税上网电价（元/千瓦时）	0.4735	0.4506
售电价（元/千瓦时）	0.7104	0.5772

注：上网电价为出售给南方电网的电价，售电价为出售给用户的电价，上述电价均不含政府补贴。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年，公司风电机组开始投入运营，全年风电机组发电量和上网电量分别实现 0.9265 亿千瓦时和 0.8515 亿千瓦时，发电利用小时数为 1,867.99 小时，发电厂用电率为 8.16%。

表 5：2015~2016 年末公司风电机组运营情况

指标	2015	2016
发电量（亿千瓦时）	-	0.9265
上网电量（亿千瓦时）	-	0.8515
外购电量（亿千瓦时）	-	0.0026
机组平均利用小时数（小时）	-	1,867.99
发电厂用电率（%）	-	8.16
含税上网电价（元/千瓦时）	-	0.0521
售电价（元/千瓦时）	-	0.0521

注：上网电价为出售给南方电网的电价，售电价为出售给用户的电价，上述电价均不含政府补贴。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，2015 年，国家发改委出台《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，下调全国燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格，其中广东省燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 0.0230 元（含税）；将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准，提高到每千瓦时 0.0190 元，电价调整自 2016 年 1 月 1 日起执行。2016 年，公司火电平均含税上网电价为 0.4667 元/千瓦时，较上年度下降 0.0240 元/千瓦时；光伏平均含税上网电价为 0.4506 元/千瓦时，较上年度下降 0.0884 元/千瓦时；风电平均含税上网电价为 0.5214 元/千瓦时。

总的来看，2016 年，受益于装机容量增长及机组利用小时数增长，公司发电规模有所增长；同期随着供电区域内用电需求增长，公司售电量增长，公司电力业务收入小幅上升。

2016 年，受供给侧结构性改革和煤炭行业去产能等政策因素影响，公司市场煤销量有所下降，但煤炭价格上升对其业绩形成较强的支撑；同期公司油品及码头业务运营规模大幅增长

公司燃料业务主要由广州发展全资控股子公司广州发展燃料集团有限公司（以下简称“燃料公司”）开展，燃料公司是广东省最大的市场煤供应商之一，主要经营煤炭、油品的销售和装卸以及港口装卸等业务。2016 年，公司燃料板块实现营业收入 103.77 亿元，同比增长 8.05%。

2016 年，受供给侧结构性改革和煤炭行业去产能等政策因素影响，公司市场煤销售总量为 2,397 万吨，同比减少 7.27%；同期，自用的煤炭量为 517 万吨，同比增长 3.61%。2016 年燃料公司成立华南、华东与华中销售分公司，重新规划销售区域战略，继续推进电商平台发展，通过电商平台的下单量约占市场煤炭销售总量的 50%。销售客户方面，公司已建立大型客户群并保持增长。

表 6：2015~2016 年公司煤炭业务销量情况

单位：万吨

指标	2015	2016
销售总量	3,084	2,914
其中：自用	499	517
市场煤	2,585	2,397

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭采购方面，燃料公司拥有较为稳定的煤炭供应渠道，煤炭主要采购自神华集团有限责任公司、内蒙古伊泰集团有限公司和大同煤矿集团有限公司等大型煤炭企业，且均建立稳定的合作关系，有助于保障公司电厂燃料充足供应及对外销售充足的货源。

价格方面，公司主要采用成本加成的方式，煤炭价格对毛利率有着重要影响。2016 年公司燃料业务毛利率增长，主要系由于当期煤炭价格回升所致。

煤炭运输方面，公司煤炭运输主要依靠航运，主要通过与广州发展航运有限公司、广州中远发展航运有限公司、中国远洋运输（集团）总公司和中国海运（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年接卸能力 704 万吨的 5 万吨级中转码头、年接卸能力 720 万吨的 7 万吨级中转码头、2 个 2,000 吨级驳船装卸码头、1,000 吨级和 2,000 吨级空载待泊泊位。此外，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，广州发展航运有限公司与广州中远发展航运有限公司拥有 6 艘 5.7 万吨级的船舶，自有运力达 34.2 万吨。

油品仓储业务方面，广州发展碧辟油品有限公司（以下简称“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合计 67 万立方米的南沙油库。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。2016 年，南沙油库累计完成油库租赁量 549 万立方米，同比增长 46.35%，罐容出租率 68%；同期，成品油销售量 61 万吨，同比增长 74%。

此外，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。2016 年，码头累计完成吞吐量 312 万吨，同比增长 11.27%。

表 7：2015~2016 年公司油品业务情况

指标	2015	2016
油库租赁量（万立方米）	375.12	549
码头累积吞吐量（万吨）	280.40	312

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2016 年，随着供给侧结构性改革推进，及煤炭行业去产能等政策措施效果释放，公司市场煤销量有所减少，但煤炭价格上升对其业绩形成较强的支撑；同期，油品及码头业务运营收入增长较快。中诚信证评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。

2016 年，通过布局海外气源和推进管网建设，公司天然气业务的经营实力进一步增强；主要受输配售气价格调整影响，天然气业务收入有所减少

公司控股子公司广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）主要负责开展燃气业务。2016 年，公司燃气业务实现收入 3.14 亿元，同比减少 3.59%，主要系下游终端用气需求增长乏力及替代能源竞争加剧。

2016 年，燃气集团拓展海外气源，与沃福德液化天然气出口私人有限公司（以下简称“沃福德公司”）签署协议，沃福德公司将从 2020 年开始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，同时燃气集团有权在行权期内收购沃福德公司 10% 的股权。沃福德公司气源位于加拿大不列颠哥伦比亚的斯阔米什郊区，年供应能力达 210 万吨。

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、低压官网，截至 2016 年 12 月 31 日，公司燃气管网覆盖广州市主城区、南沙区、黄浦区、增城区和花都区等区域；天然气服务约 162.60 万居民客户，同比增长 6.90%；工商用户 0.96 万户，同比增长 7.87%。

销量方面，2016 年燃气集团天然气销售量稳步增长，全年完成天然气销售量 10.42 亿立方米，同比增长 2.56%；其中，终端用户销售气量为 6.61 亿立方米，同比增长 14.96%。

表 8：2015~2016 年公司天然气销售量

单位：亿立方米、家

指标	2015	2016
天然气销售总量	10.16	10.41
其中：居民用户销售量	2.21	2.76
工商业用户销售量	3.54	3.85
居民用户	152.10	162.60
工商业用户	0.89	0.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

价格方面，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》，建立居民生活用气阶梯价格制度，其中，居民用户第一档天然气价格维

持 3.45 元/立方米不变；二、三档价格为第一档的 1.2 倍和 1.5 倍，由于第一档用气量按覆盖区域内 90%居民家庭用户的月均用气量确定，新方案对大部分居民用户的用气费无影响；非居民用气价格下调为 4.36 元/立方米，工商业用户的用气价格下降；同时，实行管道天然气价格动态调整机制。2016 年 5 月，广州市发改委下达《广州市发展改革委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），规定 2016 年，广东省天然气管网有限公司代输的工商业用户含税价格从 0.2897 元/立方米降低为 0.26 元/立方米；燃气集团西气东输二线天然气配气价格从 0.29 元/立方米调整为 0.26 元/立方米，分销价格从 2.76 元/立方米调整为 2.70 元/立方米。输配气价格调整使得燃气业务收入相应有所减少。

总体看，2016 年，通过布局海外气源及推进管网建设，公司天然气业务的经营实力进一步增强。主要受天然气价格调整影响，当期公司天然气业务收入有所减少。

2016 年，公司向中高档啤酒转型，啤酒业务发展保持稳定，营业收入小幅增长

广州珠江啤酒集团有限公司（以下简称“珠江啤酒”）为公司啤酒业务的经营主体，主要经营啤酒生产及销售，销量位居我国啤酒行业前列。珠江啤酒广州总部全部项目已于 2016 年一季度搬迁至南沙，南沙厂区现在已有年产能 130 万吨的生产能力。公司于 2017 年 3 月完成对广州珠江啤酒股份有限公司新增持股 23.74%，截至本评级报告出具日，公司直接持有珠江啤酒 23.74%股份，通过全资子公司广州珠江啤酒集团有限公司持有珠江啤酒 32.52%股份，合计持有珠江啤酒 56.26%。

啤酒生产的主要成本为大麦麦芽、大米、啤酒花和水。其中大麦麦芽约占总材料的 70%，为主材料。而珠江啤酒的麦芽材料主要从澳大利亚进口，并采取竞标的方式选取供应商。珠江啤酒现麦芽供应商为与其拥有长期合作关系的广东麦芽公司。广东麦芽公司的供应体系完善，加上麦芽市场情况非常透明，国际上产量等信息公开，定价机制透明，使得珠江啤酒原材料价格基本保持稳定。啤酒花方

面，珠江啤酒生产原料中超过 90%的啤酒花都来自进口。珠江啤酒会与供应商签订锁定三年啤酒花价格的协议，除极特殊事件发生，珠江啤酒将不承担啤酒花价格波动的风险。基于珠江啤酒良好的信誉，所有与供应商的交易都采取月结的形式。

销售方面，珠江啤酒的主要市场位于华南地区，在广东、广西、海南等区域均有销售。2016 年公司珠江啤酒啤酒业务实现营业收入 34.25 亿元，同比增长 0.52%，占有广东省啤酒市场约 30% 的份额。在啤酒行业整体下行的背景下，珠江啤酒进行中高档产品调整，专注于精酿啤酒与高端啤酒，以“前店后厂”形式发展小规模啤酒生产线，中高端啤酒成为珠江啤酒新的增长动力。

表 9：2015~2016 年公司啤酒生产销售情况

单位：万吨、亿元

指标	2015	2016
销量	115.98	116.20
产量	115.03	115.31
产能	210.00	210.00
销售收入	34.07	34.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在广州市国资委的支持下，珠江啤酒大力打造文化产业。2016 年，配合海珠区有轨电车建设，公司获得广州市政府批准改造 6.9 万平方米珠江畔地块，旨在将旧厂区改造为集休闲、娱乐、展示等功能于一体的嘉年华综合体，并成功举行琶醍啤酒节、国际美食节等大型活动。

总体来看，2016 年公司向中高档啤酒转型，啤酒业务发展较为稳定，营业收入小幅增长。

重要股权投资

作为政府投资管理公司，公司通过股权投资履行广州市政府新一轮深化国企改革和加强资本运营的职能，由国资委推动，对广州市一系列上市公司进行资本运作。2016 年，公司拓展医药、金融、百货、融资租赁、新能源汽车、电动船等业务，主要新增对广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“越秀金控”，证券代码：000987.SZ）投资 25.00 亿元、对广州白云山医药集团股份有限公司（以下简称“白云山”，证券代码：600332.SH）投资 20.73 亿元、对广州市浪奇实业股份有限公司（以

下简称“广州浪奇”，证券代码：000523.SZ）投资 6.30 亿元、对中国长江电力股份有限公司（以下简称“长江电力”，证券代码：600900.SH）投资 12.08 亿元、对广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“粤电靖海”）投资 9.80 亿元。

2016 年 3 月，越秀金控完成 11.24 亿股定增项目，其中 2.81 亿股由广州国发认购。定增后公司持有越秀金控总股本的 18.95%，仍为越秀金控第二大股东。越秀金控主营百货业务和金融业务，2016 年，越秀金控实现营业总收入 57.41 亿元，其中金融业务实现营业收入 30.44 亿元，受电商等新兴商业模式冲击，百货业务营业收入较上年度下降 3.82%至 26.97 亿元；同期实现净利润 9.07 亿元。

2015 年 1 月，白云山披露非公开发行 A 股股票预案系列公告，于 2016 年 8 月完成定向增发，募集资金 78.86 亿元，其中广州国发认购 20.73 亿元的股份。截至 2016 年末，公司对白云山持股比例为 5.41%。白云山主要营业收入来自制药业务和凉茶业务。2016 年度，白云山营业收入为 200.36 亿元，同比增长 4.76%；利润总额为人民币 19.45 亿元，同比增长 19.47%。医疗健康行业的发展极具潜力，将为白云山未来的盈利能力提供保障。

2015 年 8 月，广州浪奇对外公布《非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，非公开发行 7,673.67 万股股票，其中公司认购 7,438.02 万股。截至 2016 年末，公司持有广州浪奇总股本的 14.22%。广州浪奇主营业务为化学原料及化学制品制造，是华南地区最早的洗涤用品生产企业，也是广东省唯一的日化行业上市公司。2016 年，广州浪奇实现营业收入 98.49 亿元，同比增长 30.10%。

截至 2016 年末，公司主要合营企业主要包括广州发展航运有限公司、广州发展南沙电力有限公司、中远发展航运有限公司、广州港发石油化工码头有限公司和佛山市恒益环保建材有限公司等；主要联营企业主要包括广东红海湾发电有限公司、深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东电力发展股份有限公司、广州恒运企业集团股份有限公司、广州环保投资有限公司、大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司、同煤广发化学工业有限公司、广东珠海

金湾液化天然气有限公司等，主要布局电力、燃料和天然气行业；参股子公司主要包括广东粤电靖海发电有限公司、广州港股份有限公司、广东大鹏液化天然气有限公司、南方海上风电联合开发有限公司和三峡金石股权投资基金等，年末公司所持以上主体股份比例分别为 10%、2%、6%、6%和 20%。

总体上看，2016 年，公司积极拓展投资领域，有助于分散风险，对公司目前主营业务形成较好补充。

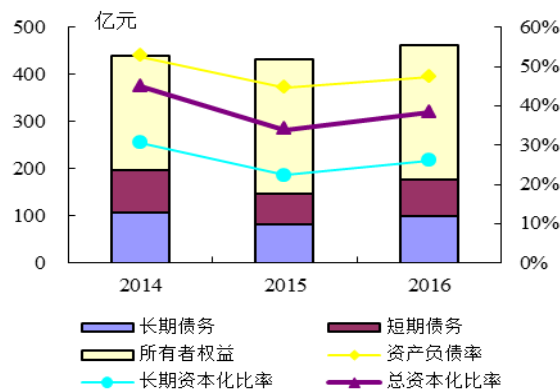
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（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。以下分析均基于合并口径财务数据。

资本结构

2016 年，股权投资规模上升带动公司资产规模进一步扩大，年末公司总资产为 540.95 亿元，同比增长 5.34%；所有者权益（含少数股东权益）为 285.66 亿元，同比增长 0.35%。

图 6：2014~2016 年末公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，截至 2016 年末，非流动资产为 414.49 亿元，同比增长 21.39%，占资产总额的比重 76.62%，其占比同比上升 10.13 个百分点。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成，截至 2016 年末，三者合计占非流动资产的 89.17%，其中，可供出售金融资产 90.29 亿元，同比增加 85.58 亿元，主要系参与广州友谊集团股份有限公司（现已更名为“广州越秀金融控股集团股

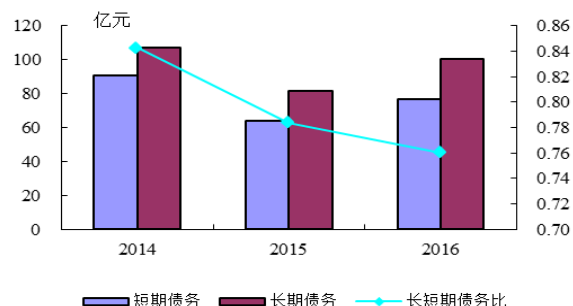
份有限公司”）、广州白云山医药集团股份有限公司及广州市浪奇实业股份有限公司等定增的投资成本及其公允价值变动以及参股广东粤电靖海发电有限公司、中国长江电力股份有限公司股权；长期股权投资 68.74 亿元，同比下降 5.49%，主要系由于公司全资子公司广州发展资产管理有限公司购买广州发展南沙电力有限公司 22% 的股权，公司合计共持有广州发展南沙电力有限公司 72% 股权，故将其纳入合并范围，并对长期股权投资进行抵消处理；固定资产 210.57 亿元，同比下降 2.20%，主要为房屋建筑物及机器设备等。

截至 2016 年末，公司流动资产为 126.47 亿元，同比下降 26.51%，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，年末四项合计在流动资产中占比 92.37%，其中，货币资金 50.12 亿元，同比下降 39.35%，其中包括受限货币资金共计 2.12 亿元，主要为广州发展集团财务有限公司存放在中央银行法定存款准备金；应收账款 12.35 亿元，同比下降 51.29%，主要系应收油品款和煤款减少；存货 24.82 亿元，同比上升 22.94%，主要系库存商品增长；其他流动资产 29.54 亿元，同比下降 22.03%，主要受理财产品规模下降影响。

负债结构方面，截至 2016 年末，公司负债总额为 255.29 亿元，较上年增长 11.54%，包括流动负债 134.37 亿元和非流动负债 120.92 亿元。其中，流动负债占负债总额的 52.63%，同比下降 2.55 个百分点，主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，短期借款 43.86 亿元，同比增长 21.66%，主要系由于短期信用借款增长；应付账款 30.55 亿元，同比下降 24.32%，主要系账龄在 1 年以内的应付账款大幅缩减；一年内到期的非流动负债 29.50 亿元，同比增长 34.31%，主要系一年内到期的 23.50 亿元“12 广控 01”（代码为 122157）转入所致。2016 年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，两者合计占当期非流动负债的比重 83.17%，同比上升 3.34%，其中长期借款 45.69 亿元，同比下降 21.76%；应付债券 54.89 亿元，同比增长 133.56%，主要系由于公司当期发行“16 广州国资 PPN”和“16 穗发 01”两期债券。

财务杠杆比率方面，截至 2016 年末，公司资产负债率为 47.19%，同比上升 2.62 个百分点；总资本化比率 38.27%，同比上升 4.35 个百分点。公司财务杠杆比率有所上升，整体上处于较低水平，财务结构较为稳健。

图 7：2014~2016 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，截至 2016 年末，公司总债务规模为 177.07 亿元，同比增长 21.21%。截至 2016 年末，公司短期债务 76.49 亿元，同比增长 19.17%，主要系“广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债（第一期）”23.50 亿元转入一年内到期；长期债务 100.58 亿元，同比增长 22.81%，主要系当年发行“16 广州国资 PPN”和“16 穗发 01”两期债券；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.76，同比下降 0.02。目前，公司以长期债务为主的融资结构符合以电力为主业的经营特点。

总体来看，2016 年，公司资产规模进一步扩大，自有资本实力有所增强，财务杠杆比率保持较低水平；同时，公司维持以长期债务为主的债务结构，符合自身经营特点，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

2016 年，随着业务规模的不断扩大，公司营业收入有所增长，全年实现营业总收入 257.89 亿元，同比增长 3.20%。营业毛利率方面，2016 年公司营业毛利率 18.15%，较上年末下降 2.05 个百分点。从细分业务板块来看，2016 年电力业务毛利率下降 5.86 个百分点至 23.55%，主要系煤价上升及电价下调所致；燃料业务毛利率为 4.69%，同比增加 1.96 个百分点，主要受益于煤炭价格上升；燃气业务毛利率 26.22%，同比增加 3.90 个百分点，主要受益于天然气输配销价格调整；啤酒业务毛利率

39.91%，同比下降 2.32 个百分点，主要受啤酒行业需求疲软及竞争激烈影响。

表 10：2015~2016 年公司主要产品收入及毛利率情况

单位：亿元、%

产品 类型	2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	77.38	29.41	77.68	23.55
燃料业务	98.74	2.73	108.88	4.69
燃气业务	32.57	22.32	31.40	26.22
啤酒业务	34.07	42.23	34.25	39.91
其他业务	7.14	47.13	5.52	26.72
合计	249.90	20.20	257.72	18.15

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年公司的三费合计金额为 25.87 亿元，同比下降 0.70%。其中销售费用 9.36 亿元，同比增长 7.22%，随着公司业务规模的扩大而增加；管理费用 10.26 亿元，同比下降 8.57%，主要系由于职工薪酬下降；财务费用 6.26 亿元，同比增长 2.42%，主要系利息收入下降所致。2016 年公司三费收入在营业总收入中占比为 10.03%，同比下降 0.4 个百分点，整体来看，公司期间费用控制能力有所增强。

表 11：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

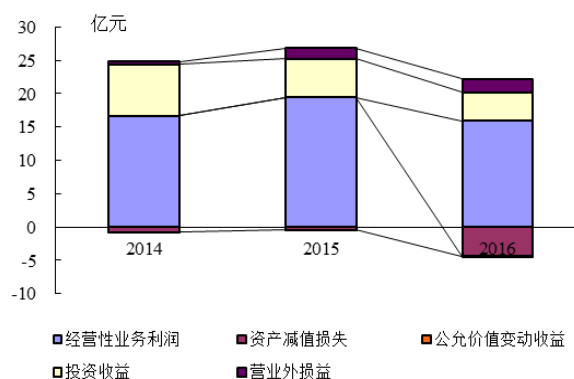
项目	2014	2015	2016
销售费用	8.68	8.73	9.36
管理费用	11.04	11.22	10.26
财务费用	6.99	6.11	6.26
三费合计	26.70	26.06	25.87
营业收入	232.79	249.90	257.89
三费收入占比	11.47	10.43	10.03

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司利润总额为 17.81 亿元，同比下降 32.43%，主要系由于经营性业务利润减少及资产减值损失大幅增加。2016 年，公司计提资产减值损失 4.39 亿元，主要系广州发展计提南沙电力、肇庆电力等在建工程减值准备、长期股权投资减值损失及有关商誉减值准备；经营性业务利润为 15.93 亿元，同比下降 17.88%，主要系由于营业毛利率下降。除经营性利润外，公司的投资收益和营业外收入也对公司利润总额形成一定的补充，2016 年分别为 4.27 亿元和 2.00 亿元，同比分别增

加-26.95%和 26.76%。2016 年，公司获得净利润 12.56 亿元，同比下降 37.68%。

图 8：2014~2016 年公司利润总额构成情况



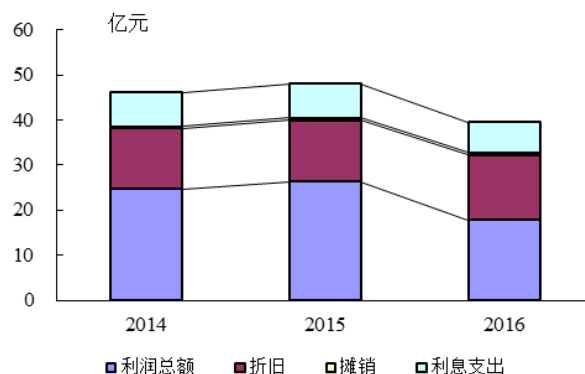
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司营业收入小幅增长，毛利率有所下降，整体经营性业务盈利能力有所下滑，仍保持较好水平，为公司主要利润来源。同期公司资产减值损失规模较大，对公司盈利有所侵蚀。

偿债能力

EBITDA 获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 为 39.52 亿元，同比下降 17.69%，主要受利润总额下降的影响；同期，公司折旧、摊销等刚性支出较上年亦有所增长，分别为 14.40 亿元和 0.63 亿元，同比增长 5.89%和 7.51%。同期，利息支出 6.68 亿元，同比下降 10.57%。

图 9：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从主要偿债指标来看，2016 年，公司总债务/EBITDA 为 4.48 倍，同比上升 1.44 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数为 5.85 倍，同比下降 0.35 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所减

弱。2016 年，公司经营活动净现金流 32.31 亿元，同比下降 23.07%；经营活动净现金流/总债务为 0.18 倍，同比下降 0.11 倍；经营活动净现金流/利息支出为 4.78 倍，同比下降 0.65 倍，公司经营活动净现金流对债务本息保障程度有所下降。整体上，公司 EBITDA 及经营性现金流对债务本息保障能力保持在很强水平。

表 12：2014~2016 年公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016
总资产（亿元）	510.63	513.54	540.95
总债务（亿元）	197.83	146.08	177.07
资产负债率（%）	52.34	44.57	47.19
总资本化比率（%）	44.84	33.93	38.27
经营活动净现金流（亿元）	45.61	42.00	32.31
经营活动净现金流/总债务（X）	0.23	0.31	0.18
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.99	5.43	4.78
EBITDA（亿元）	46.04	48.01	39.52
总债务/EBITDA（X）	4.30	3.04	4.48
EBITDA 利息倍数（X）	6.04	6.20	5.85

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2016 年末，公司共获得银行授信总额约 619 亿元，未使用授信余额约 567 亿元，备用流动性较为充足。

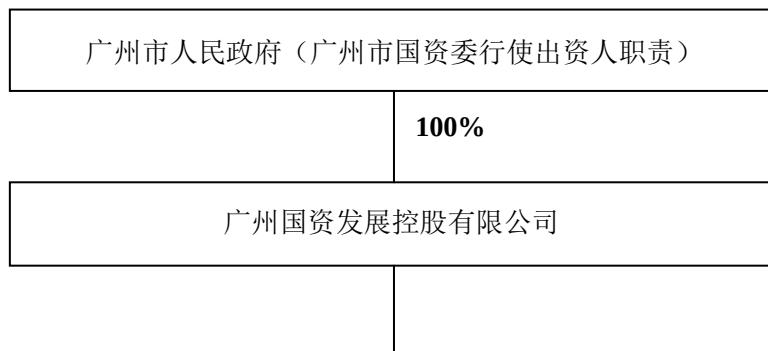
或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为 83,465.40 万元，较上年末下降 22.33%；对外担保余额占公司所有者权益比重下降 0.85 个百分点至 2.92%，对公司的整体经营无重大影响。2016 年，公司无重大诉讼、仲裁和行政处罚事项。

整体而言，2016 年，公司资产规模进一步增长，自有资本实力亦有所增强，杠杆比率和债务结构保持在合理水平；同时，公司整体业务收入规模保持增长，盈利规模有所下降，但盈利能力及获现能力仍能对债务本息的偿付形成有效保障，公司偿债能力仍极强。

结 论

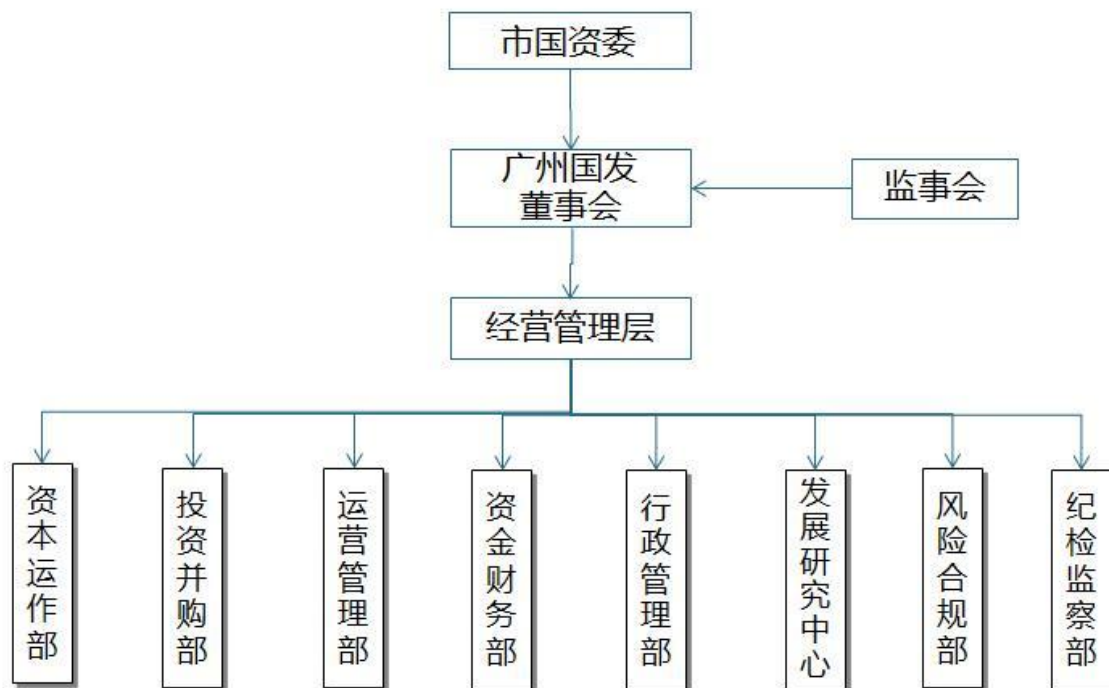
综上所述，中诚信证评维持广州国资发展控股有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定；维持“广州国资发展控股有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：广州国资发展控股有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



序号	控股子公司及主要参股公司	业务范围	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	广州发展集团股份有限公司	投资管理服务；企业自有资金投资；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）	272,619.66	62.69
2	广州广能投资有限公司	企业自有资金投资；企业总部管理；企业管理服务（涉及许可经营项目的除外）；资产管理（不含许可审批项目）；企业管理咨询服务；投资咨询服务；投资管理服务	1,000.00	100.00
3	广州发展建设投资有限公司	企业自有资金投资；投资管理服务；投资咨询服务；企业管理咨询服务	5,000.00	100.00
4	广州发展投资管理有限公司	企业自有资金投资；投资管理服务；投资咨询服务；企业管理咨询服务	1,000.00	100.00
5	广州珠江啤酒集团有限公司	预包装食品批发；预包装食品零售；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；生物技术推广服务；生物技术咨询、交流服务；生物技术转让服务；场地租赁（不含仓储）；机械设备租赁；企业自有资金投资；投资咨询服务	18,342.00	100.00
6	广州国发资本管理有限公司	商务服务业	100,000.00	100.00

附二：广州国资发展控股有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：广州国资发展控股有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	605,146.91	826,329.59	501,178.95
应收账款净额	163,776.14	253,477.51	123,471.21
存货净额	203,968.15	201,870.29	248,179.68
流动资产	1,748,298.15	1,720,900.52	1,264,657.60
长期投资	757,597.05	774,443.99	1,590,601.28
固定资产合计	2,080,406.46	2,153,051.71	2,190,988.42
总资产	5,106,262.90	5,135,385.02	5,409,549.64
短期债务	904,624.33	641,834.91	764,891.47
长期债务	1,073,677.34	818,983.75	1,005,776.56
总债务	1,978,301.67	1,460,818.67	1,770,668.03
总负债	2,672,870.41	2,288,801.53	2,552,925.77
所有者权益（含少数股东权益）	2,433,392.49	2,846,583.50	2,856,623.87
营业总收入	2,327,924.35	2,498,994.35	2,578,906.33
三费前利润	439,694.05	454,490.87	417,981.69
投资收益	76,691.30	58,498.46	42,734.53
净利润	195,676.82	201,614.10	125,642.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	460,359.98	480,072.44	395,159.91
经营活动产生现金净流量	456,066.36	420,041.13	323,137.75
投资活动产生现金净流量	-781,798.59	214,894.84	-738,313.58
筹资活动产生现金净流量	333,344.60	-388,819.67	73,474.79
现金及现金等价物净增加额	7,585.35	246,129.44	-341,749.52
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	20.95	20.20	18.15
所有者权益收益率（%）	8.04	7.08	4.40
EBITDA/营业总收入（%）	19.78	19.21	15.32
速动比率（X）	1.10	1.20	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.29	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.50	0.65	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	5.99	5.43	4.78
EBITDA 利息倍数（X）	6.04	6.20	5.85
总债务/EBITDA（X）	4.30	3.04	4.48
资产负债率（%）	52.34	44.57	47.19
总资本化比率（%）	44.84	33.93	38.27
长期资本化比率（%）	30.61	22.34	26.04

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

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。