



信用等级通知书

信评委函字[2018]G170-F3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拟发行的“广州国资发展控股有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；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
二零一八年四月四日

广州国资发展控股有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	广州国资发展控股有限公司
申请规模	本期债券发行规模不超过人民币22亿元，其中基础发行规模人民币10亿元，可超额配售不超过人民币12亿元。
债券期限	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。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。
付息方式	本期公司债券按年付息、到期一次还本。

概况数据

广州国发	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	243.34	284.66	285.66	312.98
总资产（亿元）	510.63	513.54	540.95	662.65
总债务（亿元）	197.83	146.08	177.07	261.88
营业总收入（亿元）	232.79	249.90	257.89	207.79
营业毛利率（%）	20.95	20.20	18.15	15.35
EBITDA（亿元）	46.04	48.01	39.52	-
所有者权益收益率（%）	8.04	7.08	4.40	2.09
资产负债率（%）	52.34	44.57	47.19	52.77
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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广州国资发展控股有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国发”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司所处的良好区域经济环境、公司电力燃气等业务区域竞争优势明显、多元化的业务板块分散经营风险、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，中诚信证评也关注到用电需求增速放缓、电煤价格变化、啤酒需求增长乏力等因素可能在一定程度上影响到公司的信用水平。

正 面

- 良好的区域经济环境。2017 年，广东省实现地区生产总值 89,879.23 亿元，同比增长 7.5%，其经济总量及各项经济指标在全国名列前茅首位。较大的经济体量保障了旺盛的资源需求，这为公司电力、燃气等业务提供良好的经营环境。
- 公司电力、燃气等业务区域竞争优势明显。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。
- 多元化的业务板块分散公司经营风险。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。
- EBITDA 获现能力很强。2014~2016 年，公

分 析 师

张 卡 kzhang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

马慧桐 huma@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年4月4日

司 EBITDA 分别为 46.04 亿元、48.01 亿元和 39.52 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 6.04 倍、6.02 倍、5.85 倍，获现能力很强，为公司债务本息的偿还提供了良好的保障。

关 注

- 用电需求增速放缓。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，但在经济进入“新常态”的背景下，长期来看我国用电需求仍将处于低速增长态势。
- 电煤价格波动对公司电力业务盈利有所影响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，2016 年下半年以来电煤价格大幅上涨且公司业务成本压力无法及时向下游及时传导，在上杆电价持续下调的情况下，中诚信证评将持续关注电力业务后期的盈利表现。
- 啤酒需求增长乏力。近年来受经济增速放缓影响，全球啤酒行业增长乏力，国产啤酒产量连续两年持续下降，公司啤酒产销压力有所加大。

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。

发债主体概况

广州国资发展控股有限公司前身广州市经济建设发展公司（以下简称“广州经济发展”）成立于 1989 年 9 月，1993 年广州经济发展更名为“广州发展集团公司”，1998 年改制为“广州发展集团有限公司”（以下简称“广州发展集团”），注册资本为 27,052.40 万元。后经 3 次增资，截至 2008 年 12 月末，广州发展集团注册资本增至 313,768.74 万元。2009 年 2 月，广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）将广州市煤气公司整体无偿划入广州发展集团，广州发展集团注册资本增至 402,619.74 万元。2014 年 10 月，广州市启动国企改革，组建国资控股公司，经穗国资批[2014]143 号文批准，广州发展集团更名为“广州国资发展控股有限公司”。2015 年 6 月，根据穗国资产权[2015]18 号文要求，广州珠江啤酒集团有限公司 100% 国有股权被无偿划入公司。2015 年 12 月，经《广州市国资委关于增加广州国资发展控股有限公司注册资本的批复》（穗国资批[2015]177 号文、穗国资批[2015]186 号文）批准，公司注册资本增至 652,619.7357 万元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本 652,619.7357 万元，由广州市国资委 100% 控股持有，广州市国资委为公司实际控制人。

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主体，主要通过产业经营与资本运营相结合的经营方式推动广州市国有资本增值、提高国有资本运营效益。公司重点开展以电力、煤炭、天然气和新能源为主的综合能源业务以及啤酒生产与销售业务。截至 2017 年 9 月末，公司主要拥有广州广能投资有限公司（以下简称“广能投资”）、广州发展建设投资有限公司（以下简称“广州发展建设”）、广州发展投资管理有限公司（以下简称“广州发展投资”）、广州珠江啤酒集团有限公司（以下简称“珠江啤酒集团”）、广州国发资本管理有限公司（以下简称“广州国发资管”）、广州市国际咨询公司等 6 家全资二级子公司，控股二级子公司广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发

展”）和广州珠江啤酒股份有限公司（以下简称“珠江啤酒”）。其中，公司持有广州发展 62.69% 股份，直接持有珠江啤酒 23.74% 的股份，通过全资子公司珠江啤酒集团持有珠江啤酒 31.98% 的股份，通过永信国际有限公司持有珠江啤酒 0.54% 的股份，合计持有珠江啤酒 56.26% 的股份。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产 540.95 亿元，总负债 255.29 亿元，所有者权益 285.66 亿元，资产负债率 47.19%；2016 年，公司实现营业总收入 257.89 亿元，净利润 12.56 亿元，经营活动现金流 32.31 亿元。

截至 2017 年 9 月 30 日，公司资产总额 662.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）312.98 亿元，资产负债率 52.77%。2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 207.79 亿元，净利润 6.54 亿元，经营活动净现金流量 18.09 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	广州国资发展控股有限公司
债券名称	广州国资发展控股有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 22 亿元，其中基础发行规模人民币 10 亿元，可超额配售不超过人民币 12 亿元
债券期限	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
债券利率	本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定
付息方式	本期公司债券按年付息，到期一次还本
募集资金用途	本期发行的募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还银行借款等有息负债以及补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

电力行业概况

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2013 年以前，随着我国经济高速增长，国内电力需求保持较快的增长速度，其中 2000~2007 年全社会用电

量年复合增长率达 13.63%，2008 年受金融危机影响，用电量增速明显下滑，2009~2012 年，受宏观经济增速波动等因素影响，全社会用电量增速亦有所波动，2013 年我国宏观经济企稳，且受夏季持续高温天气、冬季气温偏暖等影响，2013 年前三季度用电增速逐季回升，第四季度增速有所回落，2013 年全年全国全社会用电量 53,225 亿千瓦时，同比增长 7.19%。2014 年，全国全社会用电量 55,213 亿千瓦时，同比增长 3.74%，比上年回落 3.45 个百分点，其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为 1.80%、73.60%、12.06%和 12.55%。2015 年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松。当年全国全社会用电量 55,500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.2 个百分点，电力需求增速创 1998 年以来新低。分产业看，第一产业用电量 1,020 亿千瓦时，同比增长 2.5%；第二产业用电量 40,046 亿千瓦时，同比下降 1.4%；第三产业用电量 7,158 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 7,276 亿千瓦时，同比增长 5.0%。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 59,198 亿千瓦时，同比增长 6.7%，增幅创近三年新高。分产业看，第一产业用电量 1,075 亿千瓦时，同比增长 5.4%；第二产业用电量 42,108 亿千瓦时，同比增长 5.1%；第三产业用电量 7,961 亿千瓦时，同比增长 11.2%；城乡居民生活用电量 8,054 亿千瓦时，同比增长 10.7%，当前拉动用电增长的主要动力继续从传统高耗能行业继续向服务业和生活用电转换。2017 年，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全社会用电量的比重为 1.8%；第二产业用电量 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%，占全社会用电量的比重为 70.4%；第三产业用电量 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%，占全社会用电量的比重为 14.0%；城乡居民生活用电量 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%，占全社会用电量的比重为 13.8%。

电力装机容量方面，虽然近几年用电需求增

速放缓，但我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2017 年末，全国发电装机容量 177,703 万千瓦，比 2016 年末增长 7.6%。其中，火电装机容量 110,604 万千瓦，增长 4.3%；水电装机容量 34,119 万千瓦，增长 2.7%；核电装机容量 3,582 万千瓦，增长 6.5%；并网风电装机容量 16,367 万千瓦，增长 10.5%；并网太阳能发电装机容量 13,025 万千瓦，增长 68.7%。

电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组，加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例，各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重仍保持在 71%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。随着电力结构及布局持续优化，风电、太阳能发电消纳问题有所缓解。电源投资建设重点向非化石能源方向倾斜。

我国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。2013 年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，受此影响，2015~2017 年全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数分别为 3,988 小时、3,797 小时和 3,786 小时，整体呈下降态势；同期火电设备平均利用小时数分别为 4,364 小时、4,186 小时和 4,209 小时，水电设备平均利用小时数分别为 3,590 小时、3,619 小时和 3,579 小时，并网风电设备平均利用小时数分别为 1,724 小时、1,745 小时和 1,948 小时，核电设备平均利用小时数分别为 7,403 小时、7,060 小时和 7,108 小时，各类型发电机组平均利用小时数具体见表 2。整体来看，由于自然条件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；火电发电机组受整体电力需求增速变化、环保和节能减排压力，新能源装机比重不断增加等因素综合影响，近几年平均利用小时也呈波动态

势。

表 2：2015~2017 年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
装机容量（万千瓦）	数量	比例（%）	数量	比例（%）	数量	比例（%）
火电	100,554	65.93	105,388	64.04	110,604	62.24
水电	31,954	20.95	33,211	20.18	34,119	19.20
风电	13,075	8.57	14,864	9.03	16,367	9.21
核电	2,717	1.78	3,364	2.04	3,582	2.02
太阳能	4,218	2.77	7,742	4.70	13,025	7.33
其他	9	0.01	6	0.00	0	0.00
总计	152,527	100.00	164,565	100.00	177,703	100.00
发电量（亿千瓦时）	数量	比例（%）	数量	比例（%）	数量	比例（%）
火电	42,307	73.71	42,886	71.60	45,513	70.92
水电	11,127	19.39	11,807	19.71	11,945	18.61
风电	1,856	3.23	2,410	4.02	3,057	4.76
核电	1,714	2.99	2,132	3.56	2,483	3.87
太阳能	395	0.69	662	1.11	1,182	1.84
其他	1	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	57,399	100.00	59,897	100.00	64,179	100.00
发电小时（小时）	数量	增速（%）	数量	增速（%）	数量	增速（%）
火电	4,364	-8.66	4,165	-4.56	4,209	1.06
水电	3,590	-2.15	3,621	0.86	3,579	-1.16
风电	1,724	-9.26	1,742	1.04	1,948	11.83
核电	7,403	-4.93	7,042	-4.88	7,108	0.94
太阳能	1,225	0.85	-	-	-	-
平均	3,988	-8.28	3,785	-5.09	3,786	0.03

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站

资料来源：国家统计局，海关总署，中诚信证评整理

2016 年 11 月，国家正式发布《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，指出按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机容量达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机容量增加 0.5 亿千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机容量力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%，未来电源结构将得到进一步优化。

表 3：电力装机中长期发展目标

类别	2015 年	2020 年预期
煤电	9	<11
气电	0.66	1.1
常规水电	2.97	3.4
抽水储能	0.23	0.40
风电	1.31	2.1
太阳能	0.42	1.10
核电	0.27	0.58

资料来源：《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，中诚信证评整理

总体来看，2017 年受中国经济增速企稳以及夏季持续高温天气的影响，全社会用电量增速有所回升，全国电力供应能力总体充足，非化石能源发电装机及发电量保持较快增长，火力发电利用小时数同比有所上升。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，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，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强。

天然气行业概况

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。2017 年我国天然气产量增速 8.5%，较 2016 年增长 7.0 个百分点；消费量增速 15.3%，较 2016 年增长 8.7 个百分点。随着

天然气价格的下降以及国家对环保要求的提高，对天然气终端消费量提升的效应逐步显现，行业趋于回暖。

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8.3%~10%”。

天然气储量方面，截至2016年末我国常规天然气地质储量11.7万亿立方米。同时，我国每年探明的新增储量也保持在一定规模，根据国土资源部发布的数据显示，2014~2016年我国天然气新增储量分别为9,437.72亿立方米、6,772.20亿立方米和2,426.01亿立方米，这为我国未来天然气产量的增长打下了良好的储量基础。天然气开采方面，长庆气区、川渝气区、塔里木气区及海洋气区四大气区仍是我国主要的天然气生产基地，此

外煤层气、页岩气和煤制气产量的工业化投产将对未来天然气供应形成一定的补充。

燃气行业产业链已经形成了天然气生产/进口→长线运输→城市域网配送/分销三个环节。天然气生产/进口进入壁垒很高，基本由中石油、中石化及中海油控制，外资和民营资金少有参与；长线运输也基本由中石油、中石化及中海油垄断，还有一些生产或进口液化天然气企业利用公路运输，对管道燃气形成一定补充；城市域网配送与分销由政府授权，城市燃气运营商管道专营，属于市场放开的领域。

表4：我国已建成的天然气输气管道

线路	主气源	主干线途经地区	设计输气能力（亿立方米/年）
西气东输一线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、河南、安徽、江苏、上海、浙江	120
西气东输二线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、广西	300
西气东输三线	新疆霍尔果斯口岸	新疆、甘肃、宁夏、陕西、河南、湖北、江西、湖南、广东、福建	300
西气东输二线轮南支干线	新疆塔里木盆地	新疆、甘肃	120
涩宁兰	柴达木盆地	青海、甘肃、宁夏	20
中贵线	塔里木盆地	宁夏、甘肃、陕西、四川、重庆、贵州	150
中缅管线	缅甸近海油气田	由中缅边境进入云南省	120
川气东送管线	四川普光气田	四川、重庆、湖北、安徽、浙江、江苏、上海	120
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
忠武线	四川盆地	重庆、湖北、湖南	30
合计	-	-	1,483

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

就我国燃气供气来源而言，目前已建成的天然气输气管道包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管线、中缅管线、陕京一线、陕京二线、忠武线和涩宁兰管线等，上述输气管道的年输气能力已接近1,500亿立方米。从目前我国天然气供需情况来看，虽然我国在上海、广东、

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。

福建等地新建了多个液化天然气（LNG）项目以缓解气量不足并调节供应峰谷，但仍不能满足需求，近年来我国天然气进口依存度仍不断增加，2016 年我国天然气进口量达到 721 亿立方米，同比增长 17.4%，增速较上年上升 14.1 个百分点。

城市燃气经过多年的快速发展，行业整合已基本完成，以华润燃气、新奥燃气、港华燃气、中国燃气、中石油（包括昆仑能源、昆仑燃气、昆仑利用）为代表的全国性城市燃气企业已形成较大规模。此外，北京燃气、上海燃气等区域城市燃气企业亦在当地占据较大市场份额。随着燃气企业的相互兼并及收购，未来城市燃气行业将向高度集中迈进。

2013 年 6 月，国家发改委发出通知，决定自 2013 年 7 月 10 日起，调整非居民用天然气门站价格，居民用天然气价格不作调整。通知规定，此次非居民用天然气价格调整，将天然气分为存量气和增量气。存量气门站价格每立方米提价幅度最高不超过 0.4 元，其中化肥用气最高不超过 0.25 元；增量气门站价格按可替代能源（燃料油、液化石油气）价格的 85% 确定。调整后，全国平均门站价格由每立方米 1.69 元提高到每立方米 1.95 元。2015 年 4 月 1 日，国家发改委再次调整非居民用天然气价格，将各省份增量气最高门站价格每立方米降低 0.44 元，存量气最高门站价格提高 0.04 元，实现价格并轨；同时，放开直供用户（化肥企业除外）用气门站价格，由供需双方协商确定。最新的天然气价格调整有利于工业企业节约用气成本，促进国内天然气市场的发展。2017 年 9 月起，全国各地执行新发布的非居民用天然气基准门站价格，均价为 1.71 元/立方米。上海和广东基准门站价最高（2.08 元/立方米），其次为浙江（2.07 元/立方米）和江苏（2.06 元/立方米）；新疆基准门站价最低（1.05 元/立方米），其次为青海（1.17 元/立方米），陕西和内蒙古（均为 1.24 元/立方米）。

总体来看，目前我国大多数地区天然气消费水平偏低，其中气源仍是制约国内天然气需求的主要因素。而随着西气东输、川气东送、中缅管

线等在内的国家重点工程建成投产，我国天然气管网逐步完善，天然气利用水平将进一步提高。

煤炭行业概况

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在 70% 左右。长期看，随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期来说，煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、行业政策、运输通道建设等因素的影响。

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 85% 以上。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，煤炭行业景气度下滑。电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2015 年以来，受到经济发展趋缓、节能减排力度加大以及“暖冬”等因素影响，全国发电量出现负增长。2015 年，全国发电量为 5.62 万亿千瓦时，同比下降 0.2%，其中火电发电量为 4.10 万亿千瓦时，同比下降 2.8%。2016 年，受益于工业景气度提升，全国用电需求增长，火电累计发电量 4.29 万亿千瓦时，同比增长 2.4%。2017 年，全社会用电量 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速较 2016 年提高 1.6 个百分点。从发电情况看，2017 年全国发电量同比增长 6.5%，其中火电发电量同比增长 5.2%。随着火电发电量小幅增加，电力行业煤炭消费量同比略有上升。长期来看，宏观经济增速放缓以及环保压力增大都将继续压制电力行业对煤炭的需求。

“十二五”期间，国家继续积极推进煤炭行业结构调整，通过整合、淘汰中小煤矿落后产能和去过剩产能等方式调整煤炭产业结构，促进煤炭工业健康发展。2014 年以来，政府开始陆续发布行业限产政策，在遏制超产、总量控制以及在建矿治违等方面出台一系列政策，促进煤炭行业的

产能调整。2015 年政府继续发布行业限产政策，主要的着力点是明确和打击“不合规”煤炭产能和淘汰落后产能。2016 年 2 月，国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号），对供给侧改革提出了明确的目标和立体化的解决方案。2016 年 4 月，国务院发改委和能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号），明确要求自 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部，并指出到 2020 年，基本建成集约、安全、高效、绿色的现代煤炭工业体系，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 万吨/年左右，到 2020 年煤炭产量 39 亿吨。

表 5：煤炭行业相关政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《关于做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭[2015]95 号）	公布了全国 2015 年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在 2015 年要淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年、煤矿 1,254 座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭[2015]120 号）	明确提出到 2015 年底开展严格治理煤矿超能力生产专项行动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的 110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的 1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的严格治理违法违规煤矿建设和通知》（发改运行[2015]1631 号）	要求有关部门和行业企业必须实施联合惩戒的严格治理违法违规煤矿建设和通知。
2016.2	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7 号）	从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号）	全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.9	“稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨”会议确定中国煤炭工业协会与符合先进产能条件的大型煤炭	

	快上涨预案启动工作会议”	企业签订自愿承担稳定市场调节总量任务的相关协议，部分先进产能将被获准适当释放，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。
2016.10	国务院《关于市场化银行债权转股的指导意见》	1.禁止将“僵尸企业”列为债转股对象；2.银行不得直接将债权转为股权，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现；3.银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件；4.鼓励社会资本参与、政府不兜底；5.多元化股权转让方式。
2016.12	国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》	明确全国煤炭开发总体布局是压缩东部、限制中部和东北、优化西部。
2017.1	国务院《国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》	强调到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。
2017.2	能源局《煤炭深加工产业示范“十三五”规划》	2020 年，煤制油产能为 1,300 万吨/年，煤制天然气产能为 170 亿立方米/年，低阶煤分质利用产能为 1,500 万吨/年。
2017.3	环保部《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017 年 28 城市重点实施煤改清洁能源。
2017.6	能源局《关于完善煤矿产能登记建设煤矿产能公告制度开展建设煤矿产能公告登记公告信息系统建设、强化煤矿建设生产事中事后监督等多方面内容。	严格煤矿新增产能审批管理、规范建设煤矿开工管理、实施建设煤矿产能公告、做好生产公告制度开展建设煤矿产能公告登记公告信息系统建设、强化煤矿建设生产事中事后监督等多方面内容。
2017.6	国家发改委、国家安监局、国家煤矿安监局、国家能源局部委《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许部分先进产能煤矿按照减量置换的原则核定生产能力。
2017.7	国家发改委、能源局等十六部委《关于推进供给侧结构性改革化解煤电产能过剩风险的意见》	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活改造 2.2 亿千瓦。到 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，具备条件的煤电机组完成超低排放改造，煤电平均供电煤耗降至 310 克/千瓦时。
2017.9	国家发改委、国资委、国家能源局《2017 年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》	明确表示了列入停建范围的项目，要必须停工，列入缓建范围的项目要放缓节奏，原则上 2017 年内不得投产并网发电。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从去产能执行情况看,根据煤炭工业协会的统计,2006~2015年,全国累计关闭落后煤矿16,866处,淘汰落后产能约11亿吨/年,其中2010~2015年淘汰落后产能约8亿吨/年。2016年,在国家化解过剩产能政策指导下,全国退出产能超额完成目标任务。中央企业实际退出产能3,497万吨,陕西、河南、山西、贵州、湖南和四川等省份退出产能也均超过2,000万吨。2015~2017年,我国煤炭产量分别为36.8亿吨、33.64亿吨和34.45亿吨,呈波动下降趋势,去产能政策取得一定成效。此外,《煤炭工业发展“十三五”规划》指出,“十三五”期间,我国将化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右。在加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能基础上,综合运用安全、质量、环保、能耗、技术、资源规模等政策措施,更多采用市场化法治化的办法,引导过剩产能有序退出。

从煤炭价格走势来看,2014年开始,受宏观经济发展和固定资产投资等增速下滑影响,全国煤炭价格整体呈现震荡下行趋势。2016年以来,在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下,煤炭价格出现反弹并快速回升。2017年,动力煤价格继续保持高位,截至2017年末,秦皇岛动力煤5,500大卡平仓价为580元/吨,同比下降2.86%。

图1: 2015~2017年秦皇岛动力煤Q5,500平仓价走势图



从前述政策发布以来的情况来看,2016年当年我国绝大多数矿井均按照276个工作日的产能安排了生产布局,煤矿超能力生产得到有力遏制,助推煤价大幅上涨。为了抑制煤价异常波

动,保证煤炭行业的平稳健康发展,2017年3月7日,国家发改委网站公开发文表态,2016年临时实施的276个工作日限产措施,在2017年将得到宽松执行。基本考虑是,先进产能煤矿和生产特殊紧缺煤种的煤矿原则上不实行减量化生产措施;煤炭调入数量多、去产能后资源持续压力大的地区,由所在地省级政府自行确定是否实行减量化生产措施,国家不做硬性要求。总体目标是将煤炭价格控制在一个绿色合理区间,抑制过快的大涨大跌,预计短期内我国煤炭价格将逐步稳定在一定范围内。中诚信证评认为,在全球能源发展计划、国家“十三五”规划以及环保政策等背景下,未来我国仍将对煤炭行业延续“调结构”、“去产能”的政策导向,同时将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨,促进煤炭工业健康发展。

总体来看,近年来煤炭主要下游行业景气度下滑,未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将压制煤炭需求增长。煤炭需求下滑与产能过剩的矛盾依然存在,供给侧改革仍将持续,“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变,加之国家将适度微调政策稳定供应、抑制煤炭价格过快上涨,短期内煤炭价格将逐步稳定在一定区间。

啤酒行业概况

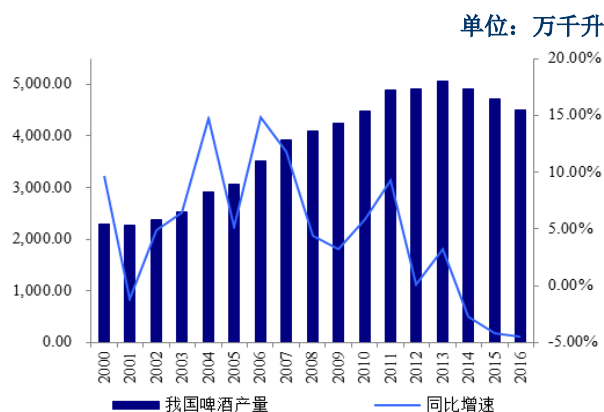
啤酒行业的生产和消费具有明显的季节性特征,啤酒企业大部分的利润在大众啤酒消费意愿旺盛的夏季获得,而冬季则为啤酒生产和消费的淡季。另外,啤酒需求量变动受到人口数量、人均收入水平、饮食方式、气温变化等因素影响。

自2002年开始我国成为世界啤酒产销第一大国。我国啤酒行业自80年代以来经历了多年的快速增长,啤酒产量迅速提高,由2000年的2,300.76万千升增长至2013年的5,061.54万千升。受低端消费不振以及价格竞争等影响,2014年啤酒行业产能开始出现下滑态势。此外,我国啤酒消费主要为国内市场,出口占比较低。经过多年的扩张、兼并、整合后,我国啤酒规模化进程基本完成,形成了以华润(雪花)、百威、青

岛、燕京和嘉士伯五家公司为第一集团；珠江、金星等中型公司为第二集团以及众多中小型啤酒企业共存的格局。

2015 年，受经济疲软和天气恶劣等因素影响，我国啤酒行业遭遇了经营拐点。2015 年，中国啤酒产量 4,715.70 万千升，较上年下降 5.10%。2016 年我国啤酒产量 4,506.40 万千升，同比下降 0.1%，产量为近六年最低值，一方面经济“新常态”下居民消费需求减弱，另一方面啤酒旺季的气候偏凉、其他酒种价格下降、人口持续老龄化以及国家对酒驾惩罚的严格也对啤酒的消费量产生了较大影响。

图 2：2000~2016 年我国啤酒产量及其增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

长期来看，我国人均啤酒消费量（34.2 升）已经超过世界平均水平（33 升），啤酒需求难以短期内飞跃，因此啤酒行业势必向差异化经营、多渠道营销的方向发展。啤酒企业也将提高啤酒质量，建立细分市场，创造更加丰富的口味来满足不同消费者需求。在周期性的放缓后，啤酒行业长期结构性的调整将有助于啤酒行业未来波动上升。

区域经济

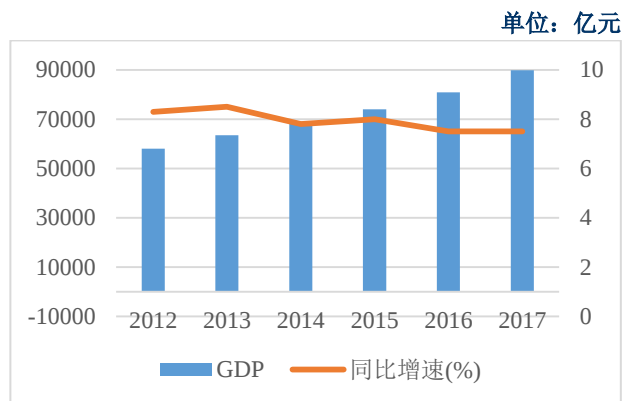
广东省区域经济及财政实力

广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，东邻福建，西连广西，南临南海，北接江西、湖南，是我国第一经济大省。广东省幅员面积 17.97 万平方公里，拥有发达的内陆水系和海洋资源，省内主要河系有珠江、西江、东江和北江等，同时全省大陆海岸线长 4,114.3 千米，居全国第一

位。广东省下辖 21 个地级市，截至 2017 年末，广东省常住人口 11,169 万人，其中城镇常住人口 7,801.55 万人，城镇化水平较高。

广东省是中国南部的综合交通枢纽，航运方面，珠江是华南水上运输的大动脉，通航能力仅次于长江，居全国的第二位。广东省拥有优良的港口资源有广州港、深圳港、汕头港和湛江港等，2017 年全省港口年货物吞吐量达 197,131 万吨，较上年增长 9.6%，为全省发展外向型经济奠定基础。陆运方面，广东省拥有京广、京九、广深等 12 条铁路网，武广高铁、广深港高铁、厦深高铁、贵广高铁的开通进一步连通了广东与中、西部经济贸易圈。公路方面，截至 2017 年末全省公路通车里程 21.99 万公里，其中，高速公路里程 8,338 公里，城际交通便利。空运方面，2016 年末广东拥有广州白云国际机场、深圳宝安国际机场以及珠海、汕头等区域性机场，当年全年旅客运输总量 11,420 万人，旅客运输周转量 2,127.75 亿人公里。

图 3：2012~2017 年广东省 GDP 及增速情况



资料来源：广东省统计局，中诚信证评整理

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续居全国前列。1978 年以来，广东省作为我国率先实行改革开放的省份之一，依托政策优势和区位优势，积极参与国际分工，努力与国际接轨，外向型经济已经取得举世瞩目的成就，已成为中国经济发展最快、对外经济贸易最发达、最具市场活力和投资吸引力的地区之一，社会经济得到快速发展。自 1989 年至今，广东省地区生产总值在全国一直名列前茅，近年来广东省 GDP 保持平稳增长。2015~2017 年广东省实现地

区生产总值（GDP）分别为 72,812.55 亿元、79,512.05 亿元和 89,879.23 亿元，三次产业结构比由 2014 年的 4.7:46.3:49.0 调整为 4.2:43.0:52.8，得益于金融业及房地产业的快速增长，2017 年广东省第三产业占 GDP 比重较 2016 年上升 0.8%，产业结构持续优化。

工业运行方面，2015~2017 年广东省全年全部工业增加值分别为 30,259.49 亿元、32,196.10 亿元和 33,071.99 亿元，2017 年同比增长 7.0%。2017 年广东省规模以上工业增加值同比增长 7.2%。高技术制造业和先进制造业是广东省工业发展增速的主要推动力，2017 年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重为 28.8%。

固定资产投资方面，2015~2017 年广东省固定资产投资额分别为 30,031.20 亿元、33,008.86 亿元和 374,77.96 亿元，2017 年较上年增长 13.5%。具体来看，2017 年全省第一产业投资 395.19 亿元，较上年下降 11.2%；第二产业投资持续发力，规模为 12,128.94 亿元，较上年增长 9.4%；第三产业投资 24,953.84 亿元，较上年增长 16.2%。此外，受 2017 年全国房地产市场回暖影响，当年全省房地产开发企业共完成房地产开发投资 12,075.69 亿元，比上年增长 17.2%，其中商品住宅开发投资 8,100.93 亿元，较上年增长 16.1%。

广东省也是电力与能源消耗大省。2016 年，广东省全社会用电量 5,958.97 亿千瓦时，较上年增长 6.2%，其中工业用电量 3,815.29 亿千瓦时。2017 年规模以上工业综合能源消费总量达 15,688.61 万吨标准煤，2016 年 1 月，广东统调发电装机容量突破 1 亿千瓦，其中煤电占比约 59%。广东省煤炭需求旺盛，但煤炭资源相对缺乏。广东省煤炭供应及运输系统近年来执行关停煤矿政策，省内煤炭需求几乎全部依赖外购。广东省地处东南沿海，煤炭海运成本低，因此海运成为广东省煤炭调运的主要通道。

近年来广州市对发展天然气等清洁能源提供一系列政策支持，完成了《广州 5 年大气污染防治行动方案》、《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。在“十三五”规划强调环保的背景下，广州市将进一步倡导低碳生活，调整能源结构，支持天然气项目的发展。

财政收入方面，随着经济的发展，近年来广东省财政收入增长较快，且收支相对平衡。2015~2017 年广东省一般公共预算收入稳定增加，分别为 9,364.76 亿元、10,390.33 亿元和 11,315.21 亿元，其中税收收入是其主要收入来源，分别占一般公共预算收入的 78.76%、77.94%和 78.39%，收入结构较为稳定。

财政支出方面，2015~2017 年广东省一般公共预算支出分别为 12,801.64 亿元、13,447.42 亿元和 15,043.09 亿元，主要是教育支出、一般公共服务支出和社会保障与就业等刚性支出占比较大，且随着加大对科技创新驱动战略的支持力度，科学技术支出上升较快。

表 6：2015~2017 年广东省财政收支情况

单位：亿元			
项目	2015	2016	2017
一般公共预算收入	9,364.76	10,390.33	11,315.21
其中：税收收入	7,375.93	8,098.62	8,869.91
非税收入	1,988.83	2,291.71	2,445.30
转移性收入	-	3,509.98	5,084.42
政府性基金收入	-	3,869.99	5,622.15
一般公共预算支出	12,801.64	13,447.42	15,043.09
政府性基金支出	-	3,471.95	4,963.11
财政平衡率	73.15%	77.27%	75.22%

数据来源：广州市财政局，中诚信证评整理

财政平衡方面，2014~2016 年，广东省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 73.15%、77.27%和 75.22%，呈现一定波动，整体上财政自给能力相对较强。地方政府债务方面，截至 2017 年末，广东省全省地方政府余额预计执行数 9,023.37 亿元，其中政府债券 7,457.03 亿元。

总的来看，广东省作为国内经济发达省份，经济发展势头良好，整体经济水平较高，财政实力亦实现快速增长，对全省的经济提升起到了有力的支撑作用。

竞争优势

有力的政府支持

公司系广州市政府落实《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，为推动国有资本增值、提高国有资本运营效益而设立，旨在建立和发展具有综合竞争优势、具备综合经营能力的资本控股集团，是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，战略定位重要。2009 年 2 月，公司获得广州市煤气公司 100% 产权无偿划入，2015 年 6 月公司获得广州珠江啤酒集团有限公司 100% 国有股权无偿划入。2015 年 12 月，经《广州市国资委关于增加广州国资发展控股有限公司注册资本的批复》（穗国资批[2015]177 号文、穗国资批[2015]186 号文）批准，公司增加注册资本 25 亿元，增资后公司注册资本为 652,619.7357 万元。未来公司有望在资产注入、业务拓展等方面持续获得政府较大力度支持。

业务格局多元化

公司控股的广州发展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。同时广州发展全资子公司广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）是广州市天然气高压管网的唯一建设、运营主体，燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区、花都区等区域，具备一定的区域优势。在燃料业务方面，广州发展是华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业，已形成煤炭资源开发、运输、中转、销售一

体化经营体系。

公司控股的珠江啤酒在竞争激烈的华南啤酒市场占有约 30% 的市场份额，其经过多年经营，已形成完善的生产、销售体系，在区域内树立了良好的品牌形象。

总的来看，公司作为广州市国资委资本运作的主体，其控股公司在电力、燃料、燃气、啤酒领域均有很强的竞争实力和较好的发展前景，且产业间可以结构互补，相互促进，竞争及抗风险能力强。

业务运营

公司作为广州市主要的资本运作管理和战略投资发展主体，目前业务主要由综合能源业务和啤酒业务两大板块构成，其中综合能源业务涉及电力、燃料和燃气等领域，随着业务多元化拓展和规模的不断扩大，近年来公司收入规模逐年增长，2014~2016 年，公司分别实现营业总收入 232.79 亿元、249.90 亿元和 257.72 亿元。其中，2014~2016 年，公司综合能源业务分别实现营业收入 193.40 亿元、208.68 亿元和 217.96 亿元。细分业务来看，2016 年，公司电力、燃料、燃气和啤酒等业务分别实现收入 77.68 亿元、108.88 亿元、31.40 亿元和 34.15 亿元，在营业总收入中分别占比 30.14%、42.25%、12.18% 和 13.25%。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 207.79 亿元，其中电力业务、燃料业务、燃气业务和啤酒业务分别实现收入 58.21 亿元、89.67 亿元、24.36 亿元和 30.62 亿元。

表 7：2014~2017.Q3 公司主营业务收入结构

单位：亿元

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017.Q3	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
电力业务	87.13	37.43%	77.38	30.97%	77.68	30.14%	58.21	28.02%
燃料业务	69.52	29.86%	98.74	39.51%	108.88	42.25%	89.67	43.15%
燃气业务	36.76	15.79%	32.57	13.03%	31.40	12.18%	24.36	11.72%
综合能源业务	193.40	83.08%	208.68	83.51%	217.96	84.57%	172.25	82.89%
啤酒业务	33.92	14.57%	34.07	13.63%	34.15	13.25%	30.62	14.74%
其他业务	5.47	2.35%	7.14	2.86%	5.52	2.14%	4.92	2.37%
合计	232.79	100.00%	249.90	100.00%	257.72	100.00%	207.79	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合能源业务

公司综合能源业务主要由下属控股子公司广州发展运营，另有少部分业务由广州广能投资有限公司开展。其中，广州发展前身广州发展实业控股集团股份有限公司成立于 1992 年，是由原国有独资的广州电力企业集团有限公司（以下简称“广电集团”）独家发起，经广州市人民政府穗府函[1997]82 号文批准整体改组后向社会公开募集人民币普通股设立的股份有限公司。设立时，广电集团不再存续，其权利义务由广州发展承担，发起人股由公司持有。1997 年广州发展在上海证券交易所挂牌上市，证券代码：600098。经过多次增发、股份转让与回购股份，截至 2017 年 9 月末，广州发展累计发行股份总数 2,726,196,558 股，注册资本为 2,726,196,558 元，其控股股东广州国发持股 62.69%，实际控制人为广州市国资委。

作为广州市最大的地方性综合能源公司之一，广州发展主要经营以电力业务、煤炭销售和城市燃气为主的综合能源业务。

电力业务

电力业务板块是公司核心业务板块之一，涉及火力发电、风力发电和光伏发电项目等，负责开展的子公司均分布在广州、佛山等珠三角中心城市。2014~2016 年公司电力业务分别实现营业收入 87.13 亿元、77.38 亿元和 77.68 亿元，受电价调整的影响，近年来公司电力业务板块收入整体呈波动趋势。2017 年 1~9 月，公司电力业务累计实现营业收入 58.21 亿元。

表 8：2015~2017.Q3 公司分类型装机容量情况

单位：万千瓦

指标	2015	2016	2017.Q3
可控装机容量	442.68	450.76	454.07
其中：火电	441.38	441.38	441.38
光伏	1.30	4.42	4.42
风电	-	4.96	8.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电源结构方面，公司电源结构以火电机组为主，近年来新增光伏和风电机组。截至 2017 年 9 月末，公司发电可控装机容量为 454.07 万千瓦，

其中火电装机容量 441.38 万千瓦，光伏装机容量 4.42 万千瓦，风电装机容量 8.27 万千瓦。

表 9：截至 2017 年 9 月末公司主要参/控股电厂情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	权益 比例 (%)	2016 年 发电量 (亿千瓦时)	上网电价 (元/千瓦时)
珠江电力	2*32	50.00	22.88	0.4296
东方电力	2*32	75.00	26.27	0.4690
珠江 LNG 电厂	2*39	70.00	25.18	0.5361
恒益电厂	2*60	50.00	49.76	0.4514
中电荔新	2*33	50.00	37.74	0.4524
鳌头分布式	2*1.44	50.00	0.86	0.745
光伏发电站	4.43	100.00	0.1893	0.5214
惠东风电场	4.96	100.00	0.9265	0.3851
汕尾电厂	2*60+2*66	25.00	-	-
盘南电厂	4*60	16.50	-	-
沙角 B 电厂	2*35	35.23	-	-
都匀电厂	2*60	30.00	-	-
恒运 C 厂	2*21	18.35	-	-
恒运 D 厂	2*33	18.17	-	-
环保建材光伏	0.03	100.00	-	-
万宝冰箱光伏	0.42	100.00	-	-
丰力轮胎光伏一期	0.52	100.00	-	-
珠江钢琴光伏	0.08	100.00	-	-
漆包线光伏	0.25	100.00	-	-
合计	396.18	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产及销售方面，近年来全国用电量增速放缓，公司发电量和上网电量呈下降趋势。在电力需求疲软期间，公司积极参与大用户电量直接交易、抢发电量，发电量下降幅度低于广东省 10% 的平均下降幅度。2014~2016 年，公司分别完成发电量 193.75 亿千瓦时、179.93 亿千瓦时和 163.81 亿千瓦时；同期，公司分别完成上网电量 180.94 亿千瓦时、167.39 亿千瓦时和 154.45 亿千瓦时。其中 2016 年公司火电机组、光伏发电机组、风电机组分别完成发电量 162.69 亿千瓦时、0.1893 亿千瓦时和 0.9265 亿千瓦时。2017 年 1~9 月，公司分别完成发电量 123.47 亿千瓦时和上网电量 116.33 亿千瓦时。

随着用电需求的下降，公司火电发电机组利用小时数也呈现下滑态势，与此同时，公司新增

光伏发电机组和发电机组。2014~2016 年，公司火电发电机组平均利用小时数分别为 4,438 小时、4,074 小时和 3,686 小时；2014~2016 年，光伏发电发电机组发电利用小时数分别为 562.57 小时、736.15 小时和 830.06 小时；2016 年，风电发电机组利用小时数为 1,867.99 小时。

表 10：2014~2017.Q3 公司发电机组情况

火电	2014	2015	2016	2017.9
发电量（亿千瓦时）	193.72	179.83	162.69	122.31
上网电量（亿千瓦时）	180.93	167.30	152.73	114.61
机组平均利用小时数	4,438	4,074	3,686	3,141
平均供电煤耗（克/千瓦时）	315.55	313.33	313.45	315.63
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.51	0.49	0.46	0.45
光伏	2014	2015	2016	2017.9
发电量（亿千瓦时）	0.0253	0.0958	0.1893	0.4874
售电量（亿千瓦时）	0.0251	0.0942	0.1878	0.4831
上网电量（亿千瓦时）	0.006	0.094	0.866	1.0972
发电利用小时数	562.57	736.15	830.06	-
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.77	0.47	0.39	-
风电	2014	2015	2016	2017.9
发电量（亿千瓦时）	-	-	0.9265	0.6742
上网电量（亿千瓦时）	-	-	0.8515	0.6244
发电利用小时数	-	-	1,867.99	-
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	-	-	0.52	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，受 2012 年以来国家发改委多次下调燃煤发电上网电价影响，近年来公司火电平均含税上网电价不断下降，2014~2016 年，公司平均含税上网电价分别为 0.51 元/千瓦时、0.49 元/千瓦时和 0.46 元/千瓦时。随着近几年光伏组件等成本价格大幅下降，发改委逐渐下调光伏发电上网电价，2014~2016 年，光伏平均上网电价分别为 0.77 元/千瓦时、0.47 元/千瓦时和 0.39 元/千瓦时。2016 年，公司新增风电平均上网电价为 0.52 元/千瓦时。

煤炭采购方面，公司电力业务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“珠电燃料公司”）提供，煤炭供给较有保障。

总的来看，受用电量需求增速持续放缓影

响，近年来公司发电量呈下滑趋势。电力业务盈利受煤电上网电价调整及煤炭价格变化影响较大，中诚信证评将持续关注其对公司电力业务盈利状况带来的影响。

燃料业务

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，经营煤炭和油品的销售和装卸以及港口装卸等业务。其中，燃料公司控股子公司珠电燃料公司是广州市最大的市场煤供应商之一。

(1) 煤炭

近年来，公司煤炭业务发展迅速，除保证广州发展下属电厂煤炭需求外，市场煤销售量逐年提高。珠电燃料公司通过积极整合资源和物流运力，加大南方市场销售力度的同时，积极开拓北方市场。珠电燃料公司煤炭通过外部采购，经由珠电燃料公司运输、批发、销售等渠道服务终端用户。

煤炭采购方面，珠电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和大同煤矿集团有限公司等大型煤炭企业，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及对外销售充足的货源。

煤炭销售方面，公司建立了面向南方市场的稳固销售网络，同时积极开拓北方市场。另外，2014 年公司建设电商平台，并充分发挥电商平台优势，2014 年四季度以来，公司通过电商平台的下单量约占市场煤炭销售总量的 80%。销售客户方面，近年来公司已建立大型客户群并呈稳定增长态势。

近年来公司市场煤销售规模呈逐年增长趋势，2014~2016 年，销售总量分别为 1,514 万吨、2,585 万吨和 2,397 万吨；同时，公司自用的煤炭规模有所波动，分别为 540 万吨、499 万吨和 517 万吨。2016 年以来，面对燃料市场持续低迷的形势，珠电燃料公司采取稳健增长的销售策略，扩大市场煤的份额，巩固珠三角地区的优势地位，并积极开拓北方市场，2017 年 1~9 月，公司完成

市场煤销售 1,499 万吨、自用煤 404 万吨。

表 11：2014~2017.Q3 公司煤炭销售情况

单位：万吨

	2014	2015	2016	2017.Q3
销售总量	2,054	3,084	2,914	1,903
其中：自用	540	499	517	404
市场煤	1,514	2,585	2,397	1,499

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

价格方面，公司煤炭销售价格为市场价格，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，主要系煤炭价格回升影响。

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，再从海上运输至公司自用煤码头，或广州港、珠海港等公用码头。公司煤炭运输主要依靠航运，主要通过广州发展航运有限公司（公司持股 50%）、中远发展航运有限公司（公司持股 50%）、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 2017 年 9 月末，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 吨级驳船装船码头、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。

总的来看，公司煤炭业务运营良好，煤炭销量不断增长，上下游布局完善，且有较强的运输、中转能力，整体具有很强的业务竞争实力。同时，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。

(2) 油品

公司油品仓储业务主要通过燃料集团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 立方米的南沙油库，发展碧辟油品公司对南沙油库的控制比例为 100%。2014~2016 年，南沙油库累计完成油库租赁量 476.50 万立方米、375.12 万立方米和 549.50 万立方米；同期，发展碧辟油品公司成品油销售量分别为 10.15 万吨、34.76 万吨和 61 万吨，呈快速增长趋势。2017 年 1~9 月，南沙油库累计完成油库租赁量 414.80 万立方米；同期，成品油销售量 38.53 万吨。

2015 年，发展碧辟公司成品油批发业务成功开拓广西中石油、广东中石化和中油 BP 的批发销售渠道，建立较为稳定的油品上下游资源渠道。

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。

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，公司对油品码头的最终控制比例和分享收益的比例为 30%。2014~2016 年，码头累计完成吞吐量分别为 265.20 万吨、280.40 万吨和 312.30 万吨，呈逐年增长趋势。2017 年 1~9 月，发展碧辟油品公司码头累计吞吐量 356.55 万吨。

表 12：2014~2017.Q3 公司油品业务经营情况

	2014	2015	2016	2017.Q3
油库租赁量（万立方米）	476.50	375.12	549.50	414.80
码头累积吞吐量（万吨）	265.20	280.40	312.30	356.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司油品及码头业务运营呈逐年上升趋势，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

公司通过全资孙公司广州燃气集团有限公司开展燃气业务。2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司天然气业务营业收入分别为 36.76 亿元、32.57 亿元、31.40 亿元和 24.36 亿元。

天然气供应方面，公司气源主要来自大鹏 LNG 进口气，西气东输二线气，以及正在建设的广州市天然气利用四期工程拟接收的西气东输三

线气，整体来看气源丰富稳定。燃气集团通过持有广东大鹏液化天然气有限公司 6% 的股权，与广东大鹏液化天然气有限公司保持了良好的合作关系，并签订了 25 年稳产期年供约 5.5 亿立方米的照付不议天然气销售合同。另外，公司也积极在国际市场上进行天然气采购。2014 年 9 月，燃气集团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”）签订《谅解备忘录》，沃福德公司将从 2017 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。该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。而 2016 年 5 月 10 日，燃气集团与沃福德公司正式签署了该协议，并将供气开始时间改为 2020 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。产业链方面，公司积极拓展 CNG、LNG 业务。黄阁加气站和东晖加气站已经投入运营，罗冲围 LNG 加气站项目已投资建设，龙穴岛加气站项目积极准备开工，太和、黄埔体育中心等一批 LNG、CNG 加气站项目正在开展前期工作。此外，公司正在南沙建设应急调控站，以达到满足广州市 10 天紧急调控需要的标准。调控站建成以后，将帮助公司形成多层次，多渠道的气源保障体系。

市场覆盖方面，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，截至 2016 年末，公司燃气管网覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区和花都区等区域，燃气管网长度达 4,311 公里，天然气服务约 162.60 万居民客户以及 0.96 万工商用户。截至 2017 年 9 月末，公司燃气管网长度达 4,692 公里，天然气服务约 169.80 万居民客户以及 0.93 万工商用户。

销售量方面，尽管下游终端用气需求增量不强，燃气集团仍积极拓展燃气市场，2016 年燃气集团完成天然气销售量 10.42 亿立方米，同比增长 2.56%；其中，终端用户销售气量为 6.20 亿立方米，同比增长 7.83%，终端用户的用气结构中，居民用户和工商业用户的消费量占比分别为

37.90% 和 62.10%。2017 年 1~9 月，燃气集团完成天然气销售量 7.97 亿立方米，其中终端用户销售气量为 5.31 亿立方米。

表 13：2014~2017.Q3 公司天然气销售情况

单位：千米、亿立方米、元/立方米、万户

	2014	2015	2016	2017.Q3
燃气管网长度	3,786	4,174	4,311	9,805
天然气采购量	11.6045	9.9714	10.8669	8.042
天然气采购均价	2.2	2.31	2.01	2.04
天然气销售总量	11.25	10.16	10.42	7.97
其中：居民用户销售量	2.04	2.21	2.35	2.28
工商业用户销售量	4.28	3.54	3.85	3.03
天然气供应居民用户数	141.40	152.10	162.60	169.80
天然气供应工商业用户数	1.10	0.89	0.96	0.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，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。公司天然气的销售结算方式较为传统，通过 IC 卡提前预收，容易结算。

总的来看，公司天然气业务气源可靠，布局稳定，随着管网建设的不断推进，公司天然气业务的区域地位和盈利能力将进一步加强。

啤酒业务

广州珠江啤酒股份有限公司为公司啤酒业务的主要经营主体，主要经营包括啤酒生产及销售、纸箱、封装、酿造等业务，其啤酒销量位居我国啤酒行业前列。截至 2017 年末，公司持有广州发展 62.69% 股份，直接持有珠江啤酒 23.74% 的股份，通过全资子公司珠江啤酒集团持有珠江啤酒 31.98% 的股份，通过永信国际有限公司持有珠江啤酒 0.54% 的股份，合计持有珠江啤酒 56.26% 的股份。珠江啤酒广州总部从 2014 年起开始搬迁至南沙，原计划 2017 年一季度搬迁结束，为配合广州市政府相应计划，已于 2016 年一季度完成全部项目的搬迁。截至 2016 年末，公司啤酒年产能达 210 万吨。

原材料方面，啤酒的主要原材料为大麦麦芽、大米、啤酒花和水。其中大麦麦芽约占总材料的 70%，为主材料。麦芽材料最终主要从澳大利亚进口，珠江啤酒通过竞标的方式选取供应商进口原材料。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，使得珠江啤酒近年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，除了极特殊事件发生，珠江啤酒将不会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。

表 14：2016~2017.Q3 公司啤酒原材料前五名供应商情况

单位：亿元

期间	供应商名称	采购金额	占营业成本比
2017.1~9	广州麦芽有限公司	1.25	0.71%
	佛山市顺德区美安达彩印包装有限公司	0.68	0.38%
	广西永耀玻璃有限公司	0.48	0.27%
	广东华兴玻璃股份有限公司	0.43	0.24%
	广西北流建铎玻璃有限公司	0.30	0.17%
	合计	3.13	1.78%
2016	广州麦芽有限公司	1.29	0.61%
	广西永耀玻璃有限公司	0.67	0.32%
	佛山市顺德区美安达彩印包装有限公司	0.60	0.29%
	广东华兴玻璃股份有限公司	0.45	0.21%
	广州市华壬谷物贸易有限公司	0.52	0.25%
	合计	3.52	1.67%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，珠江啤酒高度重视啤酒生产技术研发能力，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，并开发应用发酵罐热洗新工艺解决了纯种酿造的难题。受近两年啤酒行业整体下行影响，珠江啤酒的啤酒产量呈波动态势，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，珠江啤酒分别生产啤酒 117.77 万吨、115.03 万吨、115.31 万吨和 98.31 万吨，2014~2016 年珠江啤酒的产能利用率分别为 58.89%、54.78%、54.91%。

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。公司占有广东省啤酒市场约 30% 的份额。2014 年以来，经济“新常态”下啤酒行业整体低迷，珠江啤酒的销量也出现下滑。2014 年珠江啤酒啤酒业务营业收入 33.92 亿元。而进入 2015 年，啤酒消费旺季夏季时气温较低，降水量较大，加上主要消费群体外来务工人员的返乡，珠江啤酒啤酒业务营业收入微增至 34.07 亿元，同比增长 0.46%。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，2015 年帮助珠江啤酒利润总额实现大幅增长。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司实现啤酒销售量分别为 116.99 万

吨、115.98 万吨、116.20 万吨和 99.00 万吨，产销率分别为 99.34%、100.83%、100.77%和 100.70%，由于公司一直有少量库存，因此会出现销量略多于产量的情况。同期公司啤酒销售收入分别为 33.92 亿元、34.07 亿元、34.15 亿元和 30.62 亿元。

表 15：2014~2017.Q3 公司啤酒生产销售情况

单位：万吨

	2014	2015	2016	2017.Q3
销量	116.99	115.98	116.20	99.00
产量	117.77	115.03	115.31	98.31
产能	200.00	210.00	210.00	210.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 16：2016~2017.Q3 公司啤酒前五名购买商情况

单位：亿元

期间	供应商名称	采购金额	占营业成本比
2017.1~9	惠东县吉隆融兴贸易商行	2.36	1.14%
	台山市韦德贸易有限公司	1.58	0.76%
	佛山市范德贸易有限公司	1.04	0.50%
	中山市南头镇零零六副食品商行	1.04	0.50%
	东莞市大朗泽鑫百货经营部	1.03	0.50%
	合计	7.05	3.39%
2016	惠东县吉隆锦星贸易商行	2.78	1.08%
	台山市韦德贸易有限公司	1.56	0.60%
	东莞市大朗泽鑫百货经营部	1.15	0.45%
	佛山市南海里水尔诚贸易有限公司	1.04	0.40%
	中山市汇丰明珠实业有限公司	0.95	0.37%
	合计	7.48	2.90%

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，配合海珠区有轨电车建设，获得广州市政府批准改造 6.9 万平方米珠江畔地块，并成功举行了琶醍啤酒节、国际美食节等大型活动。总体来看，公司啤酒业务在华南地区拥有良好的口碑，业务发展稳定，近年来向中高档啤酒转型的策略使得公司盈利有所增加；但在啤酒行业整体下行的背景下，中诚信证评将对公司啤酒业务未来的盈利能力持续关注。

其他重要股权投资

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。公司股权投资的项目皆由广州市国资委推动，对广州市一系列上市公司进行资本运作。近年来，公司拓展对金融、百货、医药、融资租赁、新能源汽车、电动船等领域投资，主要投资对象包括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）、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）、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）、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）、广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“粤电靖海”）等。

2016 年 3 月，越秀金控完成 11.24 亿股定增项目，其中 2.81 亿股由公司认购。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；同期越秀金控实现利润总额 12.11 亿元、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，其中公司认购 20.73 亿元股份。截至 2017 年 9 月末，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 2017 年 9 月末，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、利润总额 0.52 亿元。

截至 2016 年末，公司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；公司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，截至 2016 年年末公司所持以上主体股份比例分别为 10%、2%、6%、6%和 20%。

总的来看，公司通过控股或持股一系列医药、化工、零售、能源、电力、啤酒等上市公司，风险得以有效分散，资本运营较为成功。

公司治理和管理

公司建立了健全的法人治理结构，董事会、监事和管理层均独立运行，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构。公司通过制定一系列的制度规定等，使法人治理的框架更趋合理和完善，决策机制更加公开、透明、高效，保障了公司的日常运营。公司设董事会，由国有资产监督管理机构按照董事会的任期委派或更换。董事会设董事长一人，副董事长一人。董事长为公司的法定代表人。董事会由董事长召集和主持，董事长因故不能履行职务时，由董事长指定副董事长或其他董事召集主持。三分之一以上的董事可提议召开董事会。董事会每年举行不少于两次。董事的任期为每届不超过三年，任期届满，可连选连任。

在内控制度方面，公司严格制定并认真执行了一系列规章制度。财务管理制度方面，公司的

经营活动和财务管理工作，遵照国家的法律法规和财务制度规定执行，并依照公司法和国家有关规定建立健全公司内部财务、会计制度，接受有关部门的检查和监督。公司在每一年会计年度终了时制作财务会计报告，按规定期限分送国有资产管理部门及有关部门，并依法经审查验证。财务会计报告应当包括下列报表及附属明细表：资产负债表、损益表、所有者权益变动表、财务情况说明书。对下属子公司的管理方面，为加强对子（控股）公司的管理，公司在工程投资管理、招投标管理、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，采取逐级授权实施管理控制，重要的投资、招投标、合同、财务、法务等事务均由公司总部实施管理。公司还专门设置了专职法律事务部门，制定了法律事务规程，对于公司常用的工程招标、物资采购等合同制订了范本。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，对公司及下属单位的经营决策过程、经营结果进行审计。公司纪律监督管理部门对公司重点环节进行纪律监督。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。

整体来看，公司现有的内部控制制度较为规范和完善，公司在控制重大风险事项方面较为谨慎，内控制度的不断完善有利于保证公司各项业务的合理开展，确保公司内控的有效性，有效地防范了内控风险。

发展规划

根据公司最新发展规划，公司将利用国有资本的平台优势，争取电量，引入低价气源，开拓市场，提高运营效率，并遵守绿色低碳发展的要求，将旗下企业打造成华南地区领先的大型清洁能源供应商，推动“十三五”规划的实施。另外公司将通过股权投资推动行业整合，扶持新兴产业，科创产业，文化产业的发展，加快产业结构优化和升级。

电力业务方面，公司将通过控股的广州发展完善、优化电力产业布局，继续淘汰小机组和其他落后产能，并根据广东省发展战略部署和谋划，建设分布式能源站项目。在“十三五”规划实施期间，公司将参与电力系统市场化改革，并将“走出去”，在珠三角外甚至海外开拓更广阔的市场。

燃料业务方面，公司将继续发挥海运成本低廉的优势，在进一步增加销售额的同时完成电商平台的搭建，拓展供应链金融，融资租赁等衍生业务。积极拓展省内外煤炭市场，稳步开展成品油批发业务。

燃气业务方面，公司将建成满足广州市应急需求的应急调控站，寻找海外有竞争力的中长期气源，推进燃气管网设施建设和市场整合，并利用广东省对天然气的优惠政策全力推进用户发展工作。

新能源业务方面，公司将加快推进惠东风电项目商业运营，积极参与农光互补项目发展光伏项目，加强光伏项目运行管理，落实电价补贴，并寻求更多优质电力、天然气、新能源和其他稀缺项目。

在股权投资方面，公司将坚持对持股公司财务管理而非事务管理的原则，在先进的制造业、文化传媒、医疗健康、新能源及公共事业领域寻求合适的投资机会进行投资。公司将加大与国际资本合作，并发挥国有资产的优势，投资于科技创新、文化产业等未来增长潜力巨大的公司。

公司未来的资本性支出主要为光伏项目、天然气项目工程、能源站工程以及啤酒项目等的建设支出。截至 2017 年 9 月末，公司主要在建项目计划总投资 100.44 亿元，已投资 26.13 亿元；拟建项目计划总投资 138.36 亿元。随着工程建设的进行，未来公司资金支持压力较大。

表 17：截至 2017 年 9 月末公司主要在建项目资本支出计划

单位：万元

项目	总投资	已投资	股权比例	建设周期
电力项目：				
台山渔业光伏产业园一期 50MW 项目	39,211	10,356	100%	2016~2018
河源连平大湖地面光伏电站项目	18,631	11,762	100%	2016~2018
从化明珠工业园分布式光伏示范区（一期）项目	14,700	9,569	100%	2014~2018
广汽丰田第三生产线、广汽研究院屋顶光伏项目	7,512	339	100%	2017~2019
天然气项目：				
广州市天然气利用工程四期工程项目	696,690	26,970	100%	2013~2020
啤酒项目：				
广州南沙珠江啤酒有限公司 130 万千升啤酒搬迁工程	227,613	202,272	100%	2013~2017
在建合计	1,004,357	261,268	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 18：截至 2017 年 9 月末公司主要拟建项目资本支出计划

单位：万元

项目	总投资	股权比例	建设周期
电力项目：			
广州发展明珠生物医药健康产业园能源站	58,405	100%	2018~2019
广州发展连平隆街地面光伏电站项目	31,273	100%	2017~2018
广州发展连平上坪地面光伏电站项目	14,888	100%	2017~2018
新建一批地面光伏项目	48,000	100%	
新建一批分布式光伏项目	15,000	100%	
天然气项目：			
广州 LNG 应急调峰气源站项目	517,000	100%	
广州发展白云等天然气分布式能源站项目	253,390	100%	

从化明珠工业园区分布式能源站区域供热联络管工程	15,144	100%	
啤酒项目:			
东莞市珠江啤酒有限公司扩建项目	45,280	100%	2018~2018
东莞市珠江啤酒有限公司新增精酿啤酒生产线及啤酒体验中心工程项目	6,300	100%	2018~2018
湛江珠江啤酒有限公司新增精酿啤酒生产线及啤酒体验中心工程项目	6,300	100%	2018~2018
珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	181,405	100%	2018~2020
现代化营销网络建设及冷链物流体系建设项目	100,780	100%	2018~2020
O2O 销售渠道建设及推广项目	30,428	100%	2018~2020
信息化平台建设及品牌推广项目	60,045	100%	2018~2020
拟建合计	1,383,638	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，未来公司将继续推进电力、燃料、燃气、新能源、股权投资等主营业务的发展。随着在建项目逐步投产，公司电力燃气供应能力将进一步增强，同时公司股权投资的布局也将在未来获得回报。

财务分析

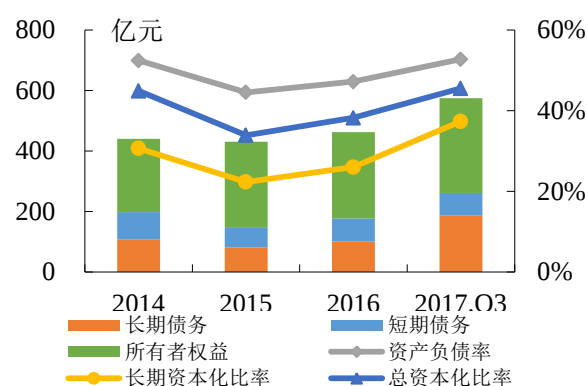
以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 9 月财务报表。以下分析均基于合并口径财务数据。

资本结构

近年来随着公司经营规模的不断扩大，公司总资产规模持续上升。2014~2016 年末，公司资产总额分别为 510.63 亿元、513.54 亿元和 540.95 亿元；同期，公司负债总额分别为 267.29 亿元、228.88 亿元和 255.29 亿元。公司经营情况较为稳定，盈利情况良好，随着利润的不断累积，公司资本实力不断增强，2014~2016 年末，公司所有者权益合计分别为 243.34 亿元、284.66 亿元和 285.66 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司资产总额和负债总额分别为 662.65 亿元和 349.66 亿元，同期，公司所有者权益为 312.98 亿元；财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 52.34%、44.57%和 47.19%；总资本化比率分别为 44.84%、33.91%和 38.27%。随着银行借款的归还和债券融资规模的增加，公司财务杠杆比率呈波动的态势，整体上处于较低水平，财务结构较为稳健。截至 2017 年 9 月末，公司资产负债率和总

资本化比率分别为 52.77%和 45.56%。

图 4：2014~2017.Q3 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，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，2014~2016 年末，公司非流动资产分别为 335.80 亿元、341.45 亿元和 414.49 亿元，分别占当期资产总额的 65.76%、66.49%和 76.62%。

2014~2016 年末，公司流动资产分别为 174.83 亿元、172.09 亿元和 126.47 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，截至 2016 年末，上述四项合计在流动资产中占比 92.37%，其中，2016 年公司货币资金 50.12 亿元，包括受限货币资金共计 2.12 亿元，主要系广州发展集团财务有限公司存放在中央银行的法定存款准备金；应收账款 12.35 亿元，主要为应收未结算电费、燃气款以及啤酒业务应收经销商的款项，2016 年大幅减少，主要系应收油品款和煤款减少所致；存货 24.82 亿元，主要系原材料及库存商品等；其他流动资产 29.54 亿元，其中理财产品 27.63 亿元，主要系公司购买的兴业银行“金雪球”保本浮动收益封闭式人民币理财产品 7 亿元和珠江啤酒集团购买的理财产品 11.2 亿元。截至

2017 年 9 月末，公司流动资产 202.62 亿元，其中，货币资金、应收账款、存货和其他流动资产分别为 92.22 亿元、14.61 亿元、27.68 亿元和 54.81 亿元。

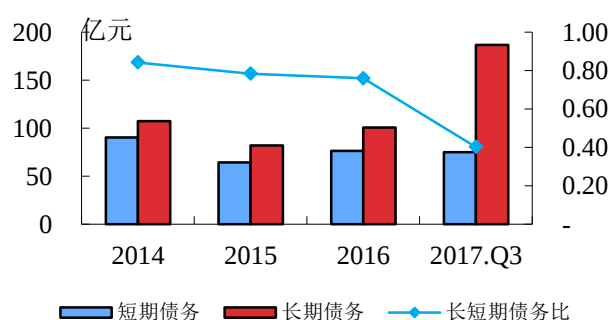
公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成，截至 2016 年末，三者合计占非流动资产的 89.17%，其中，2016 年末公司可供出售金融资产较年初增加 85.58 亿元至 90.29 亿元，主要系参与广州友谊集团股份有限公司（现已更名为“广州越秀金融控股集团股份有限公司”）、广州白云山医药集团股份有限公司及广州市浪奇实业股份有限公司等定增的投资成本及其公允价值变动以及参股广东粤电靖海发电有限公司、中国长江电力股份有限公司股权；长期股权投资主要系对广东红海湾发电有限公司、广东电力发展股份有限公司、广州恒运企业集团股份有限公司等投资，其中 2016 年减少 3.99 亿元至 68.74 亿元，主要系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，主要系房屋建筑物及机器设备等。截至 2017 年 9 月末，公司非流动资产 460.03 亿元，占资产总额的 69.42%，其中，可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产分别为 127.35 亿元、67.10 亿元和 205.48 亿元。

从负债结构看，2014~2016 年末，公司流动负债分别为 140.31 亿元、126.29 亿元和 134.37 亿元，分别占当期负债总额的 52.49%、55.18% 和 52.63%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，截至 2016 年末，上述三项在流动负债中的占比分别为 32.64%、22.74% 和 21.96%。其中，短期借款 43.86 亿元，主要系无抵押的信用借款及保证借款；应付账款 30.55 亿元，主要系未结算工程款及质保金等，账期集中在 1 年以内；一年内到期的非流动负债 29.50 亿元，主要系一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券以及一年内到期的

长期应付款。截至 2017 年 9 月末，公司流动负债 140.38 亿元，占负债总额的 40.15%，其中，短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债分别为 70.06 亿元、31.91 亿元和 1.68 亿元。2014~2016 年末，公司非流动负债分别为 126.98 亿元、102.59 亿元和 120.92 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。截至 2016 年末，公司长期借款和应付债券分别占当期非流动负债的比重为 37.79% 和 45.39%，其中，长期借款 45.69 亿元，主要系质押借款 21.20 亿元和信用借款 24.04 亿元；应付债券 54.89 亿元，较 2015 年增加 31.39 亿元，主要系公司当期发行“16 广州国资 PPN”和“16 穗发 01”两期债券，其中，“16 广州国资 PPN”发行规模为 25 亿元，发行期限为 3 年，发行利率为 3.68%；“16 穗发 01”发行规模为 30 亿元，发行期限为 5 年，发行利率为 3.28%。截至 2017 年 9 月末，公司非流动负债 209.28 亿元，其中，长期借款和应付债券分别为 43.93 亿元和 142.80 亿元。

有息债务方面，2014~2016 年末，公司债务规模有所波动，分别为 197.83 亿元、146.08 亿元和 177.07 亿元，其中，长期债务分别为 107.37 亿元、81.90 亿元和 100.58 亿元，由长期借款和应付债券构成；短期债务分别为 90.46 亿元、64.18 亿元和 76.49 亿元，主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。同期公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.84、0.78 和 0.76 倍，以长期债务为主的债务结构较为合理。截至 2017 年 9 月末，公司债务总额和长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 261.88 亿元和 0.40 倍。

图 5：2014~2017.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总的来看，公司资产规模不断扩大，自有资金实力不断增强，财务杠杆比率较低；同时，公司债务期限结构整体上较为合理，整体财务结构较为稳健。

盈利能力

随着业务规模的不断扩大，公司近年来营业收入持续增加，2014~2016 年公司分别实现营业收入 232.79 亿元、249.90 亿元和 257.89 亿元，主要由电力业务收入、燃料业务收入和啤酒业务收入构成。按业务板块来看，受电价调整影响，公司电力业务收入呈波动趋势，2014~2016 年分别为 87.13 亿元、77.38 亿元和 77.68 亿元；公司油品业务扩张影响，公司燃料收入有所提升，2014~2016 年分别为 69.52 亿元、98.74 亿元和 108.88 亿元；

受天然气价格持续下调影响，公司天然气业务收入呈下降趋势，2014~2016 年分别为 36.76 亿元、32.57 亿元和 31.40 亿元；由于公司进行了中高档产品的调整，专注于精酿啤酒与高端啤酒，公司啤酒业务收入呈上升趋势，2014~2016 年分别为 33.92 亿元、34.07 亿元和 34.15 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 207.79 亿元。

毛利率方面，2014~2016 年公司营业毛利率分别为 20.95%、20.20%和 18.15%，其中 2014~2015 年毛利率较为稳定，2016 年以来由于综合能源业务受国内煤电上网标杆电价下调，同时煤炭价格大幅上涨，下属煤电厂效益下滑，导致毛利率下降。截至 2017 年 1~9 月，公司营业毛利率为 15.35%。

表 19：2014~2017.Q3 公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

项目板块	2014		2015		2016		2017.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	87.13	22.56	77.38	29.41	77.68	23.55	58.21	11.00
燃料业务	69.52	5.83	98.74	2.73	108.88	4.69	89.67	4.19
燃气业务	36.76	23.70	32.57	22.32	31.40	26.22	24.36	27.70
啤酒业务	33.92	42.07	34.07	42.23	34.15	39.74	30.62	40.83
其他业务	5.47	37.88	7.14	47.13	5.52	26.72	4.92	50.49
合计	232.79	20.95	249.90	20.20	257.72	18.15	207.79	15.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2014~2016 年公司的三费合计金额分别为 26.70 亿元、26.06 亿元和 25.87 亿元。2014~2016 年公司销售费用分别为 8.68 亿元、8.73 亿元和 9.36 亿元，随着业务规模的扩大，公司销售费用逐渐增加；同期，管理费用分别为 11.04 亿元、11.22 亿元和 10.26 亿元，主要为职工薪酬、研究与开发费等。此外，2014~2016 年，公司财务费用分别为 6.99 亿元、6.11 亿元和 6.26 亿元，随着银行借款的归还和债券融资规模的增加，公司财务费用呈下降后回升的态势。2014~2016 年公司三费收入占比分别为 11.47%、10.43%和 10.03%，整体看，公司期间费用控制能力较强。2017 年 1~9 月，公司三费合计 21.46 亿元，占营业收入的比例为 10.33%。

表 20：2014~2017.Q3 公司期间费用情况

单位：亿元、%

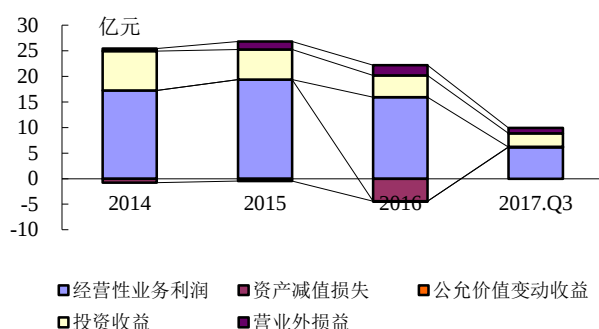
项目	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	8.68	8.73	9.36	7.50
管理费用	11.04	11.22	10.26	8.02
财务费用	6.99	6.11	6.26	5.94
三费合计	26.70	26.06	25.87	21.46
营业总收入	232.79	249.90	257.89	207.79
三费收入占比	11.47	10.43	10.03	10.33

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2014~2016 年公司利润总额分别为 24.66 亿元、26.35 亿元和 17.81 亿元。公司利润总额主要来源于经营性业务利润、投资收益和营业外损益。2014~2016 年，公司经营性业务利润分别为 17.27 亿元、19.39 亿元和 15.93 亿元，其中 2016 年同比减少 17.88%，主要系营业毛利率下降所致。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有效的补充，2014~2016 年，公司投资收益分别为 7.67 亿元、5.85 亿元和 4.27 亿元；同期公司营业外损益分别为 0.49 亿元、1.58 亿元和 2.00 亿元，主要来自于政府补助，2015 年公司获得广州市土地开发中心珠江啤酒厂地块征储补偿及轻轨项目征地补偿款等政府补助较多，当年公司营业外损益较上年有大幅增加。此外，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。扣除所得税费用后，2014~2016 年，公司分别获得净利润 19.57 亿元、20.16 亿元和 12.56 亿元。2017 年 1~9 月，公司利润总额和净利润分别为 9.95 亿元和 6.54 亿元，主要系电力市场需求增速趋缓、电价下调及售电市场化等影响。

图 6：2014~2017.Q3 公司利润总额构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总的来看，近年来公司经营状况稳定，业务规模不断扩大，虽然受近年来煤炭行业波动、电价下调及啤酒行业竞争激烈影响，公司整体毛利水平有所下降，但仍处于较好水平。整体来看，公司具备很强的盈利能力。

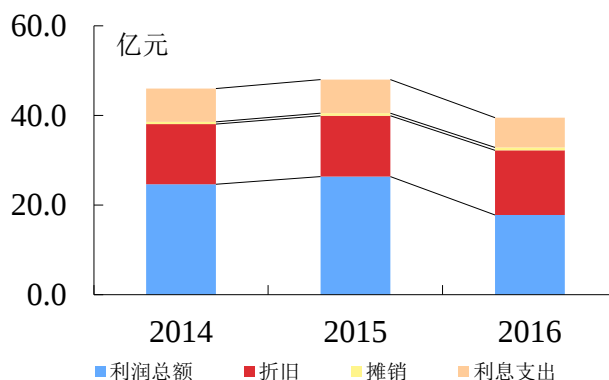
偿债能力

近年来，公司经营活动净现金流呈下降趋势，2014~2016 年，公司经营活动净现金流分别为 45.61 亿元、42.00 亿元和 32.31 亿元，呈持续净流入状态，同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.23、0.29 和 0.18 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 5.99、5.43 和 4.78 倍。2017 年 1~9 月，公司经营性现金流净额为 18.09 亿元，对债务的覆盖倍数为 0.07 倍，对利息的覆盖倍数为 2.59 倍。

公司经营活动净现金对债务本息保障程度高。

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成。近年来，公司固定资产规模稳定增加，固定资产折旧随着增加，分别为 13.43 亿元、13.60 亿元和 14.40 亿元；受经营性业务利润波动以及投资收益下滑影响，公司利润总额呈波动态势且 2016 年下降较多，2014~2016 年，公司利润总额分别为 24.66 亿元、26.35 亿元和 17.81 亿元；同期，公司利息支出亦呈波动态势，分别为 7.45 亿元、7.47 亿元和 6.68 亿元。综合上述影响，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 46.04 亿元、48.01 亿元和 39.52 亿元，其中 2016 年同比下降 17.69%，主要受利润总额下降的影响。

图 7：2014~2016 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，2014~2016 年，公司总债务/EBITDA 分别为 4.30、3.04 和 4.48 倍，同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.04、6.20 和 5.85 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

表 21：2014~2017.Q3 公司偿债能力分析

指标	2014	2015	2016	2017.Q3
总资产 (亿元)	510.63	513.54	540.95	662.65
总债务 (亿元)	197.83	146.08	177.07	261.88
资产负债率 (%)	52.34	44.57	47.19	52.77
总资本化比率 (%)	44.84	33.91	38.27	45.56
经营活动净现金流 (亿元)	45.61	42.00	32.31	18.09
经营活动净现金/总债务 (X)	0.23	0.29	0.18	0.07
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.99	5.43	4.78	2.59
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：公司审计报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2017 年 9 月 30 日，公司获得中国银行、建设银行、工商银行等主要贷款银行的授信总额 501 亿元，已使用额度 71 亿元，未使用额度 430 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月 30 日，公司受限资产为 5.04 亿元，其中法定存款准备金 4.38 亿元、被抵押的固定资产 0.66 亿元。此外，公司将部分电费收费权质押给借款银行，用于取得质押借款。

对外担保方面，截至 2017 年 9 月 30 日，公司对外担保余额 5.10 亿元，占净资产的比例为 1.63%，担保对象为同煤广发化学工业有限公司，被担保对象目前经营情况良好，短期内公司面临代偿风险不大。

总的来看，公司资产规模稳定增长，自有资金实力不断增强，债务结构较为合理；同时，公司主要业务板块稳定发展，整体收入规模持续扩大，盈利能力及获现能力对债务本息的保障程度很高，整体偿债能力极强。但中诚信证评也关注到近年来电力需求增速下降、动力煤价格变化、啤酒行业竞争激烈等因素对公司经营造成一定压力。

结 论

综上，中诚信证评评定广州国资发展控股有限公司的主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；评定“广州国资发展控股有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于广州国资发展控股有限公司 公开发行2018年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

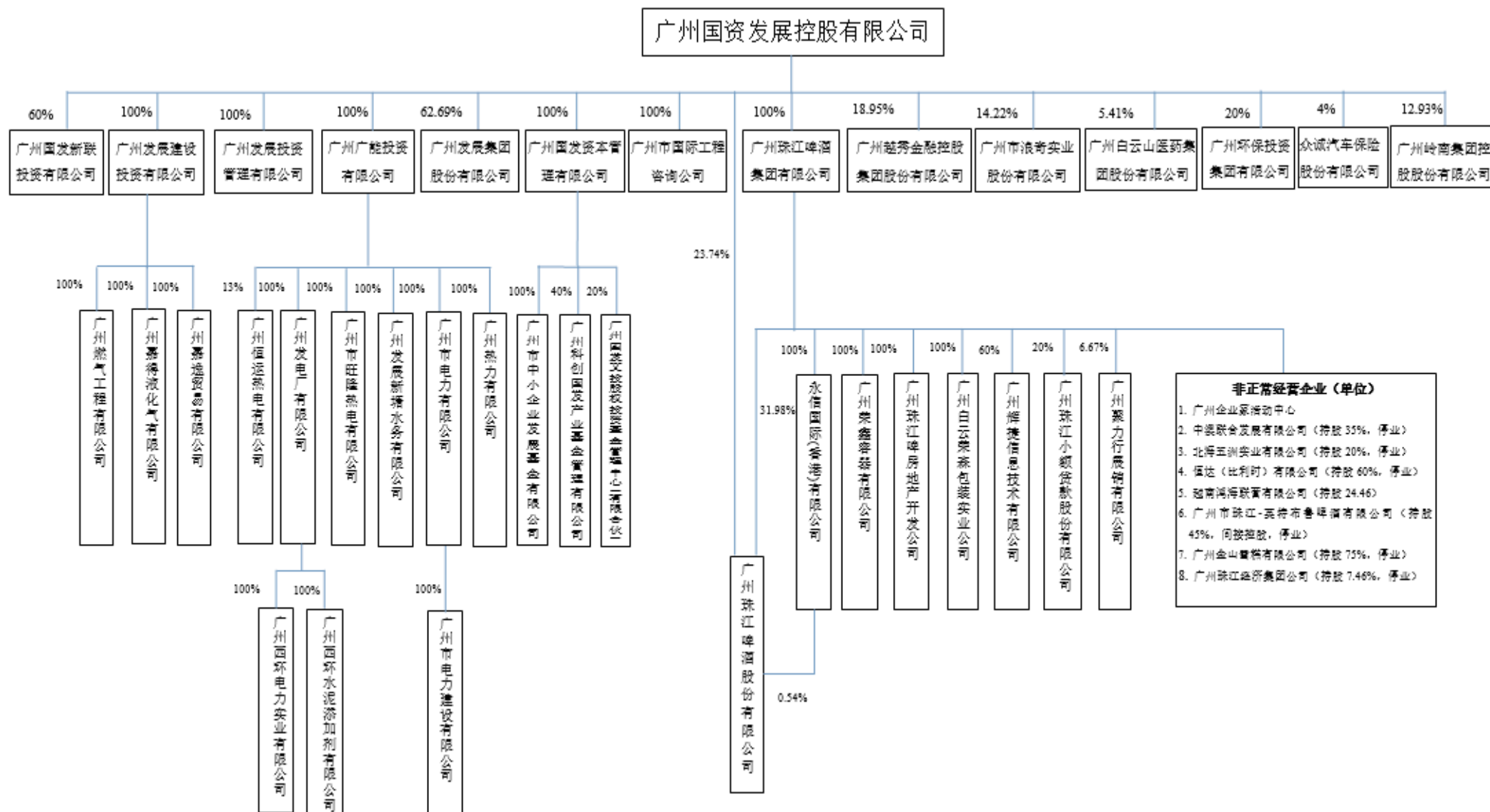
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

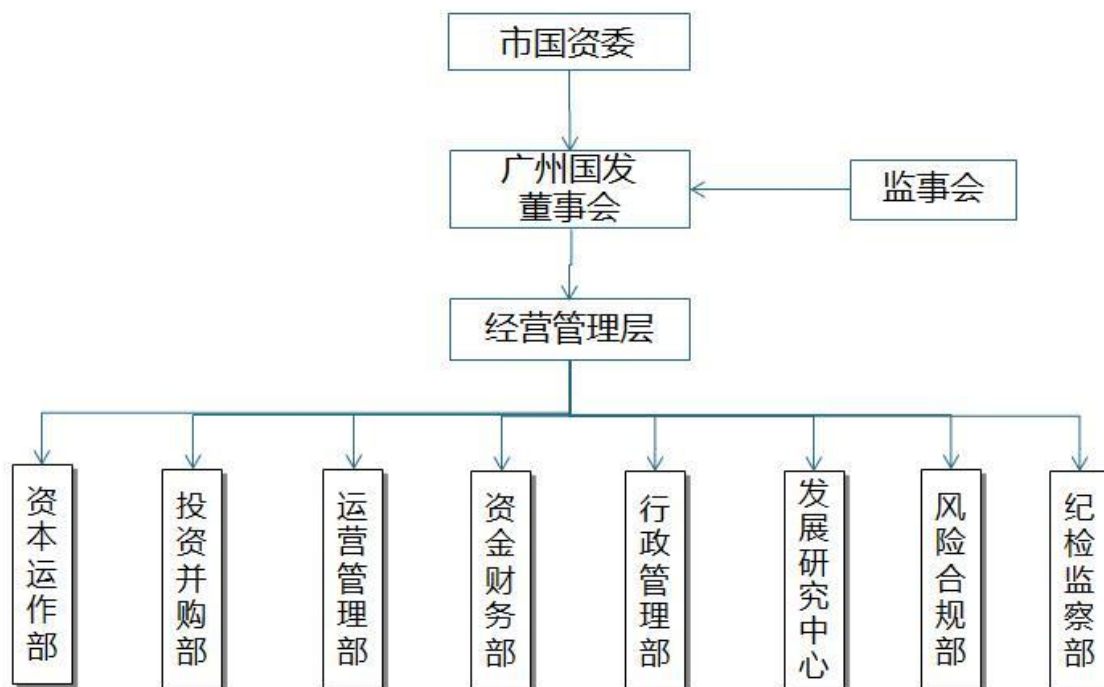
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广州国资发展控股有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附二：广州国资发展控股有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 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	2017.Q3
货币资金	605,146.91	826,329.59	501,178.95	922,190.11
应收账款净额	163,776.14	253,477.51	123,471.21	146,095.09
存货净额	203,968.15	201,870.29	248,179.68	276,790.77
流动资产	1,748,298.15	1,720,900.52	1,264,657.60	2,026,215.69
长期投资	757,597.05	774,443.99	1,590,601.28	2,085,747.08
固定资产合计	2,347,914.09	2,357,025.16	2,257,372.38	2,201,473.46
总资产	5,106,262.90	5,135,385.02	5,409,549.64	6,626,471.73
短期债务	904,624.33	641,834.91	764,891.47	751,604.75
长期债务	1,073,677.34	818,983.75	1,005,776.56	1,867,241.76
总债务（短期债务+长期债务）	1,978,301.67	1,460,818.67	1,770,668.03	2,618,846.51
总负债	2,672,870.41	2,288,801.53	2,552,925.77	3,496,649.33
所有者权益（含少数股东权益）	2,433,392.49	2,846,583.50	2,856,623.87	3,129,822.40
营业总收入	2,327,924.35	2,498,994.35	2,578,906.33	2,077,911.86
三费前利润	439,694.05	454,490.87	417,981.69	276,056.58
投资收益	76,691.30	58,498.46	42,734.53	26,263.50
净利润	195,676.82	201,614.10	125,642.98	65,433.85
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	180,885.33
投资活动产生现金净流量	-781,798.59	214,894.84	-738,313.58	-694,287.59
筹资活动产生现金净流量	333,344.60	-388,819.67	73,474.79	904,590.34
现金及现金等价物净增加额	7,585.35	246,129.44	-341,749.52	391,314.70
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	20.95	20.20	18.15	15.35
所有者权益收益率（%）	8.04	7.08	4.40	2.09
EBITDA/营业总收入（%）	19.78	19.21	15.32	-
速动比率（X）	1.10	1.20	0.76	1.25
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.29	0.18	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.50	0.65	0.42	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	5.99	5.43	4.78	2.59
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	52.77
总资本化比率（%）	44.84	33.91	38.27	45.56
长期资本化比率（%）	30.61	22.34	26.04	37.37

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 + 其他一年内到期的付息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他长期付息债务

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 = 当期净利润 / 期末所有者权益（含少数股东权益）

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)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

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。