



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪514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“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）”债项信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十五日

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（2018）

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）		
债券简称	12 广控 01		
债券代码	122157		
发行规模	人民币 23.50 亿元		
存续规模	人民币 18.91 亿元		
债券期限	7 年期，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		
存续期	2012/06/25-2019/06/25		
上次评级时间	2017/06/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

广州发展	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	183.85	184.53	192.51	193.51
总资产（亿元）	348.61	353.17	385.49	378.18
总债务（亿元）	112.28	118.20	139.00	131.01
营业总收入（亿元）	211.17	220.25	247.98	61.13
营业毛利率（%）	15.84	14.01	10.90	7.81
EBITDA（亿元）	40.69	31.80	29.22	-
所有者权益收益率（%）	10.00	5.48	4.64	-
资产负债率（%）	47.26	47.75	50.06	48.83
总债务/EBITDA（X）	2.76	3.72	4.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.52	5.88	5.17	-

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、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2017 年，广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）总体保持了较好的发展态势。得益于新能源项目的投产运营，公司电力资产规模小幅增长，电力电源结构有所优化；天然气业务区域龙头优势显著，销售量、用户量和销售收入均保持增长；同时，公司财务结构稳健，财务弹性好，整体仍保持极强的偿债能力。此外，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、电力市场化交易、煤炭价格波动以及在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

- 电力资产规模小幅增长，电力电源结构有所优化。截至 2017 年末，公司可控装机容量为 410.87 万千瓦，较上年末增长 1.63%。全年公司新增装机 6.61 万千瓦，包括风电项目 3.30 万千瓦和光伏发电项目 3.31 万千瓦。此外，公司的新能源项目储备投产有望进一步提升公司综合竞争力。
- 公司天然气业务区域龙头优势显著。公司下属子公司广州燃气集团有限公司是广州市城市燃气高压管网建设和燃气购销主体，拥有覆盖广州市全区域的高、中、低压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销，市场空间广阔。2017 年公司销售天然气 10.85 亿立方米，同比增长 4.14%，新覆盖用户 9.2 万户。
- 财务结构稳健，财务弹性好。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.05% 和 41.93%，仍处于行业较低水平；此外，截至 2018 年 3 月末，公司取得银行授信

额度合计 480.36 亿元，其中未使用的授信额度为 400.33 亿元，备用流动性充裕，且作为上市公司，股权融资渠道通畅，财务弹性好。

分析师

张昕雅 xyzhang@ccxr.com.cn

阮思齐 sqruan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 25 日

关 注

- 电价调整及电力市场化交易。公司电力资产以火电为主，燃煤发电上网电价波动以及电力交易市场化对公司火电业务的盈利能力带来一定影响。
- 煤炭价格波动风险。2017 年，由于煤炭价格大幅上涨，公司火电发电成本增加，在较大程度上压缩了公司的利润空间，公司电力业务毛利率由上年的 23.69% 下降至 16.52%。中诚信证评关注未来煤炭价格波动对公司电力业务及整体盈利的影响。
- 面临一定资本支出压力。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，2018 年公司资本性支出计划为 69.05 亿元，同比增加 96.50%，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和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。

行业关注

2017 年全国用电增速同比提高，服务业用电量持续增长，全国发电装机结构进一步优化

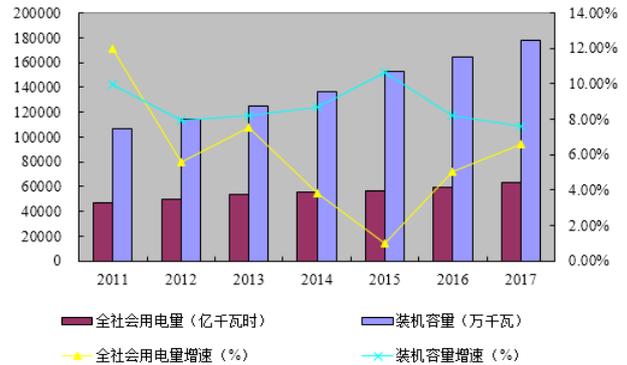
2017 年以来，宏观经济总体延续稳中向好，工业行业供需关系明显改善，企业产能利用率持续回升，拉动工业用电回暖，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进；另外，夏季大部分地区气温明显偏高，7 月、9 月全国平均气温均创 1961 年以来历史同期最高，拉用电量较快增长。受此影响，2017 年全国全社会用电量继续维持 2016 年以来的增长态势，当期增长 6.3 万亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点，人均用电量 4,538 千瓦时，人均生活用电量 625 千瓦时。

从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2017 年我国一、二、三产业及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为 1.8%、70.4%、14.0% 和 13.8%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高 0.5 和 0.2 个百分点，受四大高耗能行业用电占比下拉的影响第二产业比重同比降低 0.7 个百分点。

细分来看，2017 年，我国第二产业及制造业用电同比分别增长 5.5% 和 5.8%，增速为 2014 年以来的最高水平。其中，国家创新发展持续发力，战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业等新兴产业快速发展，装备制造业和高技术产业用电量持续快速增长，具有代表性的通用及专用设备制造业、交通运输/电气/电子设备制造业、医药制造业用电量分别增长 10.3%、10.3% 和 8.2%，增速均同比提高；传统产业中的四大高耗能行业用电增长 4.0%，增速逐季回落。第三产业用电同比增长 10.7%，继续保持较快的增长速度。其中，随着部分省份大数据综合试验区的逐步建成和投运，信息业用电量高速增长，当期同比增长 14.6%；而交通运输/仓储和邮政业用电量同比增长 13.3%，主要为电动汽车在城市公共交通领域快速推广、电气化铁路运输快速增长

以及电商零售业等新业态的高速增长等因素所致。随着电能替代在居民生活领域加快推进，城乡居民生活用电继续保持快速提升，当期增长 7.8%。

图 1：2011 年以来我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

近年我国发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至 2017 年末，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦、同比增长 7.6%；其中，非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 38.7%，同比提高 2.1 个百分点。全国新增发电装机容量 13,372 万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，均创历年新高；同时，新增并网风电和光伏呈现出向东、中部地区转移趋势。具体来看，全年新增水电装机 1,287 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦，其中，东、中部地区占 58.9%，同比提高 8.8 个百分点；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，82.4% 的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。新增煤电装机 3,855 万千瓦，同比减少 142 万千瓦。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020 年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能 2,000 万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，到 2020 年全国煤电装机规模将力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%；非化石能源发电装机将达到 7.7 亿千瓦左右，占比约 39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

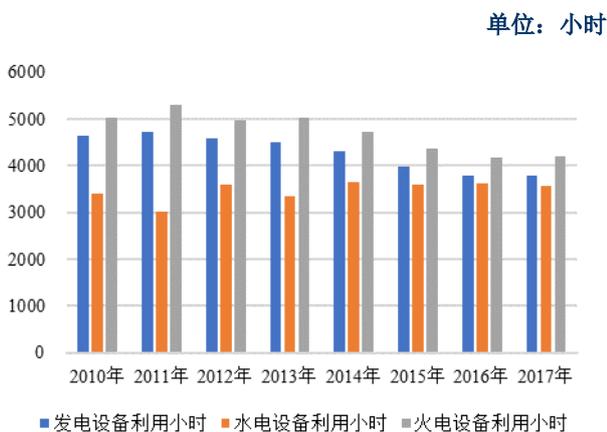
从发电量来看，2017 年全国全口径发电量 6.42

¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2017 年全国电力工业统计快报一览表》。

万亿千瓦时，同比增长 6.5%；其中，非化石能源发电量同比增长 10.0%，占总发电量比重为 30.4%，同比提高 1.0 个百分点。全口径并网太阳能发电、并网风电、核电发电量分别增长 75.4%、26.3% 和 16.5%；全口径水电发电量增长 1.7%，增速同比回落 3.9 个百分点。全口径火电发电量同比增长 5.2%，增速同比提高 2.9 个百分点；其中，煤电发电量同比增长 4.8%，增速同比提高 3.6 个百分点，煤电发电量占总发电量比重为 64.5%，同比降低 1.0 个百分点。

从电设备利用小时数看，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，与上年大体持平。其中，受上年高基数等因素影响，水电设备利用小时 3,579 小时，同比降低 40 小时。受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国火电设备利用小时 4,209 小时，同比提高 23 小时，其中煤电设备利用小时 4,278 小时，同比略有提高。核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。2017 年弃风、弃光问题明显改善，全国并网风电、太阳能发电设备利用小时分别为 1,948 小时和 1,204 小时，同比分别提高 203 小时和 74 小时，其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时。

图 2：2010-2017 年全国 6,000 千瓦及以上电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总体来看，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国

电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

2017 年国家深入推进供给侧结构性改革，煤炭行业落后产能、无序产能出清成效显著，供需结构改善，行业盈利能力大幅提升。但煤炭价格高企对下游企业造成了较大压力，需关注未来政策调控以及需求端支撑减弱等因素对煤炭行业的影响

2016 年 12 月国家能源局发布《煤炭工业发展“十三五”规划》，明确到 2020 年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。2016 年我国煤炭行业以“关”、“限”、“停”三种方式实现产能出清，当年计划关闭煤矿 2.5 亿吨，全年实际完成去产能约 2.9 亿吨，超额完成年度目标。

进入 2017 年，煤炭行业供给侧改革持续推进。2017 年 1 月，国家能源局《能源发展“十三五”规划的通知》，强调能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在 41 亿吨以内。2017 年 5 月，国家发改委颁布《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》，计划 2017 年退出煤炭产能 1.5 亿吨以上，实现煤炭总量、区域、品种和需求基本平衡。2017 年 8 月，煤炭行业 1.5 亿吨的去产能目标完成，全年共退出产能 1.83 亿吨，2016~2017 年共退出产能 4.73 亿吨，煤炭行业供给侧改革取得了阶段性成果。根据 2018 年 3 月的《政府工作报告》，2018 年我国将继续退出煤炭产能 1.5 亿吨，至此将提前两年完成“十三五”期间退出落后煤炭产能 5 亿吨的目标。未来的 2019 年和 2020 年，我国煤炭行业的改革重心将致力于实现“通过减量置换和优化布局增加先进产能 5 亿吨/年左右”的目标，逐步完成从量产到质产的改革进程。从长期看，煤炭产能结构优化将提高行业集中度和规范产业发展，并有助于大型企业的健康发展。

受淘汰落后产能和限制工作天数等政策影响，2016 年我国煤炭产量同比减少 9.4% 至 34.1 亿吨；2017 年随着供需结构逐步改善以及前期颁布的 276 个工作日限产政策宽松执行，煤炭行业优质产能加速释放使得原煤产量小幅增长 3.3% 至 35.2 亿吨，实现恢复性增长。从需求端来看，2017 年全国房地产开发投资和基础设施建设投资（不含电力）分同比增长 7.0% 和 19.0%，受益于房地产和基建的投资拉动，钢铁、水泥等煤炭行业的主要下游呈现明显回暖态势，当年全国粗钢产量为 8.32 亿吨，同比增长 5.7%，表观消费量为 7.68 亿吨，同比增长 8.20%，增幅较上年增加 6.90 个百分点，实现生产消费量双增长；另外，2017 年火电发电量为 4.66 万亿千瓦时，同比增长 5.1%，较上年增加 2.5 个百分点。在煤炭产能出清以及水泥、钢铁和火电等下游行业需求回暖支撑下，2017 年我国煤炭价格保持在较高水平，2017 年 12 月 27 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平均价格为 580 元/吨，晋城无烟煤中快价格为 1,200 元/吨，分别较 2016 年初上涨 210 元/吨和 440 元/吨。

图 3：2011 年 1 月~2018 年 4 月秦皇岛动力煤 Q5,500 平仓价走势图



数据来源：公开数据，中诚信证评整理

在煤价高位运行形势下，2017 年我国煤炭行业整体经营效益明显提升。根据国家统计局数据，2018 年我国煤炭开采和洗选业实现营业收入 27,704.6 亿元，同比增长 25.4%；实现利润总额 2,959.3 亿元，同比增长 171.27%；行业亏损面较上年减少 6.03 个百分点至 20.62%。

但煤炭作为基础性原料，其价格高企对下游生产企业形成了较大的成本压力。为引导煤炭价格合理运行，保障下游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 年得到宽松执行，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。从 9 月底开始，政策层面稳定煤价的决心较大。10 月中旬，发改委提出要打造煤电中长期合同升级版，重点指出煤炭直供直销从中长协衍生到短协和现货，避免现货的高煤价。2017 年 10 月，发展改革委办公厅出台《关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知》，将严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为，防范煤炭价格异常波动，确保迎峰度冬期间煤炭市场价格基本稳定。2018 年 2 月，发改委对港口、煤炭、电力企业作出销售和采购煤炭（5,500 大卡港口下水煤）不允许超过 750 元/吨的指示，同时为保障电煤供应、稳定煤价，铁路方面优先运送电煤，部分煤企春节不放假或放短假，全力保障煤炭供应。

上述一系列政策的执行对引导煤炭价格走向合理水平起到了一定积极作用，但当前煤炭价格仍处于相对高位。另外，从长期看，供给侧改革对煤价的促进作用将有所减弱，下游火电行业在水电、风电等清洁能源的替代下，未来难有大幅增长；水泥、粗钢等下游工业在新常态经济的环境下，对煤炭支撑作用亦较有限，且近期全国多地房地产调整政策加码，后续房地产投资增速放缓将影响煤炭需求。

2017 年我国天然气消费量重回两位数增长，国内天然气产量快速增长，同时天然气进口量高速增长，对外依存度持续上升

城市燃气行业属于公共事业范畴，是城市基础设施的重要组成部分，为城市工业、商业和居民生活提供优质气体燃料。

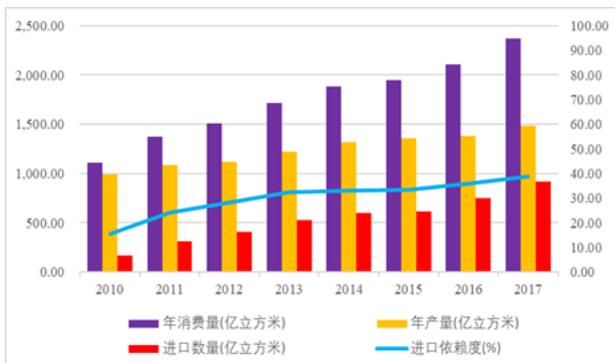
随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，国民环保意识的增强，以及新能源的不断开发，我国用气类型和供气结构也逐步进行调整，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。2017 年 4 月，国家发改委公布《关于加快推进天然气利用的意见》（征求意见稿，发改

能源【2017】1217号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至2020年，天然气在一次能源消费结构中的占比拟达到10%左右，地下储气库形成有效工作气量达148亿立方米。

从天然气需求来看，天然气具有热值高、清洁、价格相对低廉等特性，近年被广泛用于城市燃气及替代工业燃料，普及率快速提高，具有良好的发展前景。我国天然气主要用于工业燃料和城市燃气，近年来受我国整体经济增速放缓影响，天然气下游消费市场需求增长动力不足，2014~2016年，由于国际原油价格暴跌，天然气经济性降低，国内天然气需求增速放缓至个位数，2017年我国天然气表观消费天然气消费量2,373亿立方米，同比增长15.3%。

近年来，我国天然气产量保持稳定增长。根据国家发改委公布的数据，2017年，天然气产量1,487亿立方米，同比增长8.5%。但目前国内天然气产量不足以满足我国天然气需求，近年来我国每年从国外进口天然气补充供应缺口。2017年我国天然气进口量920亿立方米，同比增长27.6%，对外依存度为38.77%。我国主要通过中亚天然气管道、中缅管道以及中俄东线管道接收来自土库曼斯坦、缅甸及俄罗斯等地的天然气。此外，我国在浙江、天津、广东等地建设了多个LNG接收站，进口LNG也一定程度上缓解了我国天然气供应紧张的局面。

图4：我国天然气产销情况

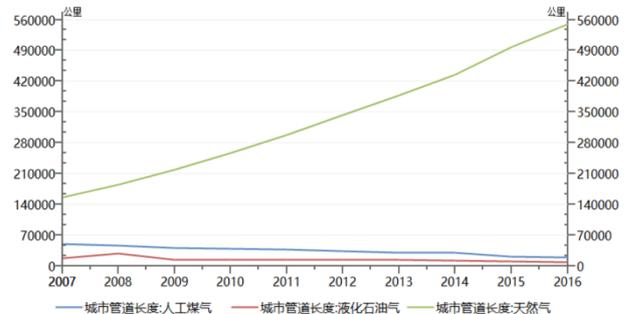


资料来源：公开资料，中诚信证评整理

管道建设方面，随着天然气应用范围的不断扩大，供气管道长度也呈现快速上升的态势。除对原人工煤气和液化石油气输配系统进行改造外，我国新建了大量的天然气管道，2016年新增天然气管道

52,944公里，总长度达到551,031公里，已覆盖全国大多数市（县），并在重点地区实现天然气全覆盖。

图5：我国城市供气管道长度情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从政策方面来看，2017年6月，国家发改委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》的通知，提出建立成本约束机制、建立激励机制、鼓励各地科学确定标杆成本，对燃气企业通过自身努力使实际成本低于标杆成本的部分，建立燃气企业与用户利益共享机制。天然气价格市场化改革进程加快，有利于降低包括天然气终端消费者用气成本。

总体来看，伴随着城镇化发展和供气结构调整，我国天然气行业正在迎来并将保持快速发展的趋势。

2017年广东省经济发展情况良好，电力产量和消费量均保持增长

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。2017年广东实现地区生产总值89,879.23亿元，按可比价格计算，同比增长7.5%，自1989年以来连续29年稳居全国各省市第一。与全国相比，广东地区生产总值、规模以上工业增加值和固定资产投资额同比增幅分别高于全国平均水平0.6个、0.6个和6.3个百分点；社会消费品零售总额和进出口总额同比增幅分别低于全国平均水平0.2个和6.2个百分点。

受益于较为稳定的经济环境，2017年广东省全社会用电量为5,958.97亿千瓦时，同比增长6.2%，其中，工业用电量3,815.29亿千瓦时，增长5.9%。非工业用电量2,143.68亿千瓦时，同比增长6.8%。同时，随着西电东送工程的推进，广东地区持续受到外来电量的冲击。2017年广东省内电力供需缺口

达 1,552 亿千瓦时，同比增长 1.57%，占广东总用电量的 26.03%，较上年下降 1.21 个百分点。

表 1：2015~2017 年广东省内电力供求情况

单位：亿千瓦时、%

	2015	2016	2017
用电量	5,311	5,610	5,959
发电量	3,789	4,082	4,407
供需缺口	1,694	1,528	1,552
缺口比例	31.90	27.24	26.03

数据来源：广东电网公司，中诚信证评整理

总体来看，广东省系我国经济大省，经济发展水平在全国处于较高水平，在经济持续高速增长的带动下，广东省用电量呈持续增长态势，为公司业务发展夯实了基础。

表 2：2015~2017 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	206.86	15.09	216.32	13.97	243.21	10.69
电力	69.81	28.22	69.74	23.69	71.13	16.52
能源物流	103.89	2.67	114.66	4.47	138.44	3.52
其中：煤炭	86.43	2.40	89.24	4.48	116.24	3.51
油品	17.46	4.00	25.41	4.41	22.20	3.59
燃气	32.57	21.69	31.40	26.22	33.03	26.87
其他	0.59	32.30	0.53	64.65	0.60	83.10
其他业务收入	4.31	51.74	3.76	16.53	3.31	26.36
合计	211.17	15.84	220.08	14.01	246.52	10.90

注：电力业务包括火电及新能源发电项目。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年公司新能源装机容量进一步增长，同时在下游用电需求回升和外来电量冲击减弱的作用下，公司发电量实现小幅增长；火电平均上网电价下降速度放缓，电力业务营业收入有所增长，但煤炭高企对公司电力业务的盈利水平造成较大冲击

电力业务是公司主要收入和利润来源之一。公司参、控股电厂主要集中在珠江三角洲地区，目前公司以煤炭发电、天然气发电、风力发电和光伏发电为主。2017 年公司电力业务实现营业收入 71.13 亿元，较上年增长 1.99%。

截至 2017 年末，公司可控装机容量为 410.87 万千瓦，较上年末增长 1.63%，其中，火电可控装

业务运营

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，并向外扩展至华北、华东、华中地区，主要经营以火力发电、能源物流、城市燃气和新能源为主的综合能源业务。受益于市场煤销售额以及电力和燃气业务收入的增长，2017 年公司实现营业收入 246.52 亿元，同比增长 12.01%，其中公司电力业务实现收入 71.13 亿元，占营业收入的 28.85%；能源物流业务实现营业收入 138.44 亿元，占营业收入的 56.16%；天然气业务实现营业收入 33.03 亿元，占营业收入的 13.40%。

机容量为 394.88 万千瓦，同比持平；光伏发电可控装机容量 7.73 万千瓦，同比增长 74.49%；风力发电可控装机容量 8.26 万千瓦，同比增长 66.53%。其中，光伏项目新增主要系公司自建项目投产，风电装机容量则主要通过项目收购增加。

2017 年，公司控股火电设备平均利用小时数为 4,150 小时，较上年增加 30 小时，高出广东火电设备平均利用小时数 81 小时，机组运行效率较高；完成发电量 163.89 亿千瓦时，上网电量 153.57 亿千瓦时，同比分别增长 0.73% 和 0.54%。

表 3：2017 年末公司主要控股电厂情况

单位：万千瓦、亿千瓦时、%

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	100	火力发电	27.76	25.76
东方电力	2×32	75	火力发电	24.25	22.95
珠江天然气	2×39	70	火力发电	23.48	22.95
恒益电厂	2×60	50	火力发电	51.03	47.77
中电荔新	2×33	50	火力发电	36.42	33.78
鳌头分布式能源站	2×1.44	50	火力发电	0.95	0.93
风电控股项目合计	8.26	100	风力发电	0.88	0.82
光伏控股项目合计	7.73	100	光伏发电	0.70	0.69

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

发电用煤方面，公司所属电厂的煤炭采购全部由控股子公司广州珠江电力燃料有限公司负责，2017 年，煤炭价格持续高企，对公司电力业务盈利水平造成较大影响。

在电价方面，为缓解燃煤发电企业经营困难，2017 年国家发改委发布了《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，规定自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价。得益于此，煤电上网标杆价格略有上调，但随着市场化交易电量规模扩大导致公司让利增加，2017 年公司火电上网平均电价为 0.4569 元/千瓦时，较上年下降 2.10%，电价下行速度明显放缓。

表 4：2015~2017 年公司控股火电机组运营情况

火电	2015	2016	2017
可控装机容量（万千瓦）	394.88	394.88	394.88
发电量（亿千瓦时）	159.69	162.70	163.89
上网电量（亿千瓦时）	149.94	152.75	153.57
平均机组利用小时数（小时）	4,044	4,120	4,150
上网电价（元/千瓦时）	0.4907	0.4667	0.4569

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新能源发电方面，2017 年公司一批新能源项目成功投运。台山渔业光伏互补一期 50MW 项目于 2017 年 6 月成功并网发电，成为省内第一个投产的渔业光伏项目；西部沿海高速服务站光伏+充电桩示范项目成功并网运行，是广东省高速公路系统首个光伏车棚与充电桩一体化示范项目；南澳风电并购项目于 12 月底顺利交割，为公司首个并购项目。截至 2017 年末，公司控股新能源在建项目装机容量

量合计 1.87 万千瓦，同时，完成多个光伏项目备案，储备规模 16.37 万千瓦。此外，公司正开展多个风电项目目前的期测风工作，一批新能源项目亦已开展并购前期工作。

截至 2017 年末，公司新能源已投产项目达到 18 个，并网装机容量 15.99 万千瓦，同比增长 70%。2017 年，公司风电机组发电量 8,815 万千瓦时，售电量 8,233 万千瓦时，同比分别下降 4.85% 和 3.31%；光伏机组发电量 6,975 万千瓦时，售电量 6,889 万千瓦时，同比分别增长 268.56% 和 266.83%。电价方面，公司全年光伏发电上网平均电价为 0.7055 元/千瓦时，同比提高 4.47%；风力发电上网平均电价为 0.5214 元/千瓦时，与上年持平。

表 5：2015~2017 年公司控股新能源机组运营情况

新能源	2015	2016	2017
可控装机容量（万千瓦）	1.30	9.39	15.99
发电量（亿千瓦时）	0.096	1.116	1.579
售电量（含上网电量）（亿千瓦时）	0.094	1.039	1.512
上网电价：光伏（元/千瓦时）	-	0.6753	0.7055
风电（元/千瓦时）	-	0.5214	0.5214

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着新能源项目的投运，2017 年公司可控装机容量有所提升，机组运行效率较高，2017 年平均电价仍有下降但降价幅度趋缓，公司电力产量和业务收入均有所增长。当前公司电源结构以火电机组为主导，但对新能源项目的投资持续加强，未来电源结构有望继续优化。

2017 年公司煤炭销量有所下降，但得益于煤炭行情高涨，公司煤炭业务收入继续增长；油品业务规模小幅收缩，收入有所减少

公司能源物流业务主要包括煤炭和油品两大部分。2017 年公司能源物流业务实现营业收入 138.44 亿元，同比增长 10.36%，其中煤炭收入为 116.24 亿元，同比增长 20.74%，油品收入为 22.20 亿元，同比减少 12.63%。

公司煤炭业务主要由下属子公司广州发展能源物流集团有限公司（以下简称“能源物流集团”）运营。2017 年，能源物流集团在巩固华南地区客户、积极开拓华东和华中区域市场的基础上，成立西南分公司，初步构建国内全方位煤炭营销网络；通过套期保值业务尝试期转现、动力煤期货实物交割业务，探索新的业务模式。2017 年煤炭供应偏紧，公司实现市场煤销售量 2,143.27 万吨，同比减少 10.58%；得益于煤炭价格整体保持高位运行，公司实现煤炭销售收入 116.24 亿元，同比增长 20.74%。煤炭业务不仅为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，而且市场煤销售量在珠三角地区的市场占有率持续保持领先地位。

表 6：2015~2018.Q1 公司市场煤销量情况

年份	市场煤销量（万吨）
2015	2,585.00
2016	2,396.84
2017	2,143.27
2018.Q1	510.63

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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 67.42 万立方米油库，由公司控股的广州发展碧辟油品有限公司（以下简称“碧辟公司”）运营。2017 年碧辟公司实现油罐租赁 525.00 万立方米，同比下降 4%；实现成品油销售 52 万吨，同比下降 14%。受此影响，公司 2017 年油品业务收入为 22.20 亿元，同比减少 12.63%。

表 7：2015~2018.Q1 公司油库储量情况

年份	油库租赁量（万立方米）
2015	375.12
2016	549.51
2017	525.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司煤炭销量有所减少，但得益于煤炭价格高企，销售收入较快增长；油品业务则受到成品油市场价格波动影响，销售量和销售收入均出现下滑。

2017 年公司积极拓展气源和上下游业务，区域龙头地位显著，售气量保持增长，受市场需求增加影响天然气价格回升，板块收入实现增长

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”）是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销，在广州地区天然气开发利用市场具有区域龙头地位。

燃气的采购方面，燃气集团于 2016 年与加拿大沃德福液化天然气出口私人有限公司（以下简称“沃德福公司”）签订了购销及投资框架协议，2017 年 12 月又与沃德福签署了该框架协议的修订案，使框架协议的效力延长至 2018 年 6 月 30 日，未来不排除再次延长该协议期限。年内燃气集团还新增了中海油的稳定供应渠道，落实了广东大鹏 LNG 代加工权益，打通进口气源直接采购通道，在保障供应之余节约采购成本。

产业建设方面，2017 年燃气集团大力推广物联网智能燃气表，全年安装智能燃气表 25.6 万只，拓展华南市场销售 3.2 万只，筹建智能燃气表生产线，推进智能制造新业务。年内，天然气利用工程四期项目——石滩门站-火村调压站管线工程正式开工建设；全年完成建设红线外中压管道 74 公里。此外，广州 LNG 应急调峰气源站项目正积极推进备选站址和资源收购整合等工作。

2017 年，燃气集团大力推进“管道燃气三年提升计划”，积极抓好气源组织，推进工商业等用户开发和城中村管道燃气供应，优化运营管理，加强客户服务，全年完成天然气销售量 10.85 亿立方米，同比增长 4.14%，新覆盖用户 9.2 万户，超额完成年度任务，新签工商业和公共福利用户日供气量 23 万立方米，同比增长 40%。

表 8：2015~2018.Q1 燃气的供应能力、销量情况

年份	销售数量 (亿立方米)	管网长度 (公里)	输配能力(万 立方米/年)
2015	10.16	4,174	37.00
2016	10.42	4,311	73.67
2017	10.85	9,979	73.67
2018.Q1	3.07	10,173	73.67

注：2017 年管网长度统计口径经调整，较以往埋地管网新增居民入户盘管、立管等管网的长度统计。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，在国家政策鼓励支持下，天然气市场化改革加速推进，全产业链改革全面覆盖，规定“准许成本+合理收益”的配气价格定价原则，加强天然气自然垄断环节的输配价格监管，天然气门站价格市场化改革试点持续推进，储气价格市场化进一步放开，总价交易机制初步构建。公司在 2016 年 4 月和 2017 年 7 月分别收到《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 号文）和《国家发展改革委关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》（发改价格规【2017】1582 号），但由于市场对天然气需求的持续增加，2017 年年公司天然气相关产品价格略有回升。2017 年公司天然气业务营业收入为 33.03 亿元，同比增长 5.19%。

总体来看，公司的燃气业务在广州地区占有龙头地位的优势，未来随着在建管网的不断推进，公司燃气规模将不断扩大，加之市场对天然气需求的增加，相关产品价格有望企稳回升，公司的区域地位和盈利能力将进一步加强。

2017 年，公司在建和拟建项目整体进展顺利，未来有望进一步优化电力结构、提升天然气供应能力，但投资额较大，公司面临一定的资本支出压力

2017 年，公司在建与拟建项目进展顺利：广州市天然气利用工程四期工程全年完成中压管道铺设 74 公里，开工以来累计完成管道铺设 238.5 公里；河源连平大湖地面光伏电站项目 2017 年初已建成投产 18 兆瓦，后续工程正在争取尽快开工；太平分布式能源站项目已完成 PC 承包等招标工作，完成土地规划修正公示和征地结案，于 12 月 28 日启动；其余项目如连平隆街农业光伏项目和连平上坪

农业光伏项目等，公司均已在积极落实项目用地事宜。

整体来看，随着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，天然气供应能力将进一步增强，有利于提升盈利能力及抗风险能力。但根据在建项目的建设计划及计划投资额，2018 年资本性支出计划为 69.05 亿元，其中，股权投资与项目前期费用支出计划 16.11 亿元，新扩建项目支出计划为 48.41 亿元，技术改造支出计划为 2.61 亿元，固定/无形资产购置支出计划为 1.05 亿元，公司面临的资本支出压力进一步增大。

总的来看，公司 2017 年生产经营较为稳健，全年营业收入保持增长。其中，电力业务和天然气业务销售量和销售收入均有小幅增长；煤炭价格高企的背景下，公司煤炭业务收入规模增长显著，油品业务收入则有小幅萎缩，能源物流业务整体收入规模继续增长；新能源业务发展较快，且为公司重点发展方向，目前在建和拟建的项目较多，这些项目投产后公司综合竞争力有望进一步提升，但短期内公司或面临较大的资本支出压力。

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 2015~2017 年度财务报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报告。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，且为合并口径。

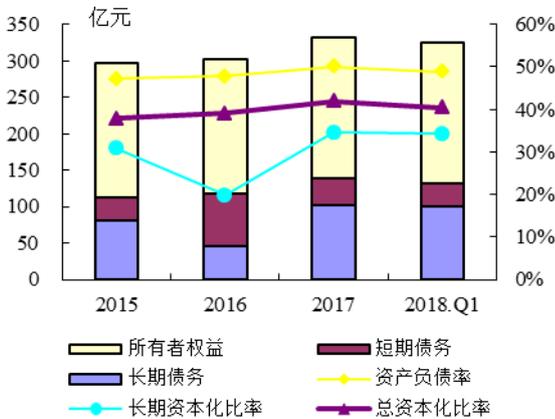
资本结构

2017 年，公司业务规模进一步扩大，带动对外融资需求的增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 385.49 亿元，较上年末增长 9.15%；负债总额为 192.98 亿元，较上年末增长 14.43%。得益于利润留存，2017 年末公司所有者权益为 192.51 亿元，较上年末增长 4.33%。从财务杠杆比率来看，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.05%和 41.93%，较上年末分别上升 2.31 和 2.89 个百分点。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 378.18 亿元，负债总额为 161.35 亿元，所有者权益合计

193.51 亿元，自有资本实力得到进一步加强；公司资产负债率和总资本化比率分别为 48.83% 和 40.37%，财务杠杆水平较上年末略有下降。

图 6：2015~2018.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

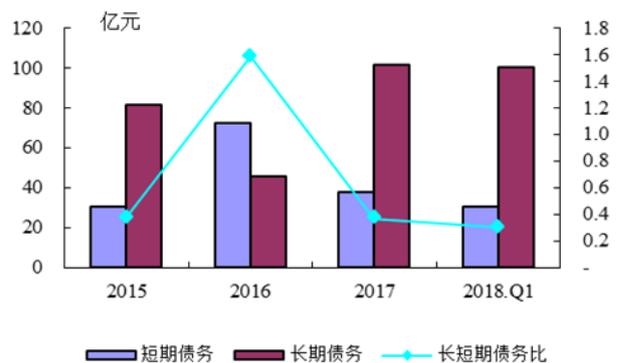
资产结构方面，公司资产主要是由非流动性资产构成。截至 2017 年末，公司非流动资产为 280.17 亿元，较上年末增长 2.57%，占资产总额的比重为 72.68%；其中固定资产、长期股权投资和可供出售金融资产分别为 156.74 亿元、61.19 亿元和 34.90 亿元，占非流动资产的比重分别为 55.94%、21.84% 和 12.46%。其中，固定资产主要为厂房和电机设备等；长期股权投资主要为持有的合营及联营电力企业股权；可供出售金融资产同比增长 27.27%，主要是公司持有的以公允价值计量的权益工具增值所致。

截至 2017 年末，公司流动资产 105.32 亿元，较上年末增长 31.53%。流动资产主要由货币资金、存放同业款项、存货和应收账款构成，上述四项占流动资产的比重分别为 12.58%、47.65%、15.69% 和 10.56%。其中，货币资金同比减少 34.85%，存放同业款项增加 149.72%，主要是由于广州发展集团财务有限公司资金归集率提高，更多资金转入存放同业及中央银行款项所致，此外公司年内发行了绿色企业债，归集资金规模进一步增加；存货规模同比减少 6.96%，主要系公司油品储量减少所致；应收账款同比增加 4.03%，主要系公司煤炭业务收入规模增加所致，应收账款主要为应收电费和煤款及油品款，账期主要集中在一年以内，回收风险相对可控。

负债结构方面，截至 2017 年末，公司流动负债 84.63 亿元，同比减少 28.25%，占负债总额的 43.85%。减少的原因主要系公司上年计入一年内到期的非流动负债中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）（总发行额度 23.50 亿元）于年内到达赎回选择期，公司选择了放弃赎回权，其中投资者选择回售 4.59 亿元，其余 18.91 亿元继续执行至 2019 年并转回至应付债券核算。流动负债主要包括 36.00 亿元短期借款、21.49 亿元应付账款和 8.04 亿元预收款项。2017 年公司发行了中期票据、绿色债券以及上述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）的转回，应付债券大幅增加，年末非流动负债 108.36 亿元，占负债总额的 56.15%，较上年上升 26.09 个百分点，主要包括 43.54 亿元长期借款和 57.91 亿元应付债券。

从债务结构来看，2017 年公司积极调整债务结构，截至 2017 年末，公司债务总额为 139.00 亿元，同比增长 17.60%，长期债务和短期债务分别为 101.45 亿元和 37.56 亿元，同比分别增加 55.76 亿元和减少 34.95 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.37 倍，较上年下降 1.22 倍。截至 2018 年 3 月末，公司长期债务和短期债务分别为 100.75 亿元和 30.26 亿元，长短期债务比下降至 0.30 倍。

图 7：2015~2018.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

总体而言，2017 年公司资产规模保持增长，同时对外融资需求增加，财务杠杆水平略有上升，但仍处于相对稳健水平，且公司积极调整债务结构，债务期限结构得以优化。

盈利能力

2017 年公司实现营业总收入 247.98 亿元，较上年增长 12.59%，其中营业收入 246.51 亿元，较上年增长 12.01%。从具体业务来看，公司电力业务实现营业收入 71.13 亿元，同比增长 1.99%；能源物流业务实现营业收入 138.44 亿元，同比增长 20.74%；天然气业务实现营业收入 33.03 亿元，同比增长 5.19%。2018 年一季度，公司共实现营业总收入 61.13 亿元，同比增长 30.93%。

毛利率方面，2017 年公司电力业务毛利率降幅较大，公司业务综合毛利率较上年下降 3.28 个百分点至 10.90%。分业务来看，2017 年国内电煤价格高位运行，加之电价降低，公司电力业务毛利率下降 7.17 个百分点至 16.52%；受物流成本上涨影响，公司能源物流业务毛利率同比下降 0.95 个百分点至 3.52%；得益于燃气采购成本的下降，公司天然气业务毛利率小幅增长 0.65 个百分点至 26.87%。2018 年一季度，公司业务综合毛利率为 7.81%，同比下降 2.08 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，2017 年公司共计发生管理费用 5.97 亿元，同比增长 9.34%；财务费用发生额为 5.78 亿元，同比增加 9.47%，系公司有息债务总量增加所致。公司 2017 年期间费用合计为 14.44 亿元，同比增长 3.59%，三费收入占比为 5.82%，同比下降 0.51 个百分点。2018 年一季度，公司共计发生期间费用 3.57 亿元，三费收入占比为 5.84%。

表 9：2015~2018.Q1 公司三费情况

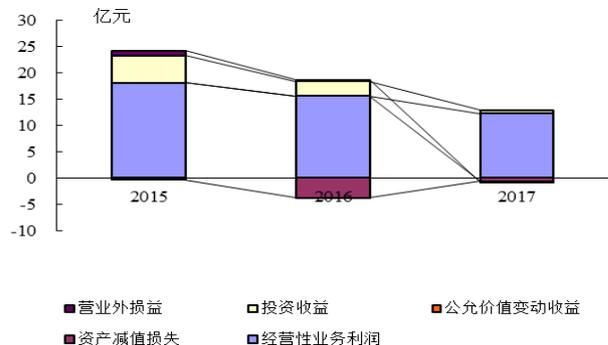
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用（亿元）	2.67	3.21	2.70	0.66
管理费用（亿元）	5.41	5.46	5.97	1.35
财务费用（亿元）	5.69	5.28	5.78	1.56
三费合计（亿元）	13.77	13.94	14.44	3.57
三费收入占比（%）	6.52	6.33	5.82	5.84

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，2017 年公司实现经营性业务利润 12.29 亿元，占利润总额的 93.51%，受综合毛利率下滑影响，经营性业务利润同比减少 21.11%；同期，受电价下降、煤价上升等影响，公司参股电厂收益下降导致当期投资收益同比大幅减少

76.92%至 0.65 亿元。主要受上述影响，公司 2017 年实现利润总额 13.14 亿元，同比减少 11.46%。

图 8：2015~2017 年公司利润总额结构分析



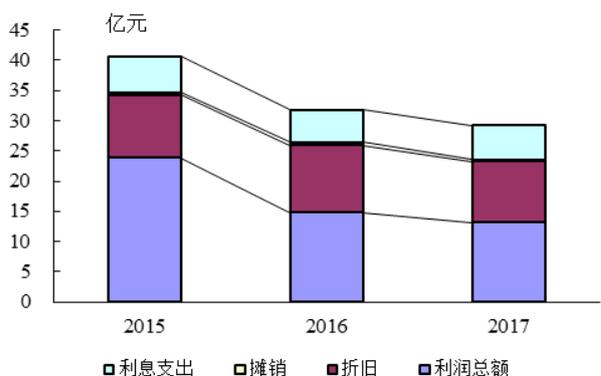
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司收入规模稳步增长，但受煤炭价格高企影响，整体盈利能力有所下降。煤炭价格波动对公司电力业务和能源物流业务的影响较大，对此应予以关注。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、利息支出构成。2017 年主要受利润总额下降影响，公司 EBITDA 同比减少 8.1%至 29.22 亿元。同时，受到债务规模上升的影响，2017 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 4.76 倍和 5.03 倍，分别同比上升 1.11 倍和下降 0.85 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平有所减弱，但仍处于很好水平。

图 9：2015~2017 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，但受盈利能力下降影响，2017 年公司经营性净现金流为 23.58 亿元，同比减少 4.73%，同期公司经营净现金流/总债务和经营净现金流/利

息支出分别为 0.17 倍和 4.06 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力虽有所下降但仍然很强。

表 10：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
长期债务（亿元）	81.72	45.69	101.45	100.74
总债务（亿元）	112.28	118.20	139.00	131.01
EBITDA（亿元）	40.69	31.80	29.22	-
总债务/EBITDA（X）	2.76	3.72	4.76	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.52	5.88	5.03	-
经营活动净现金流（亿元）	31.89	24.75	23.58	1.38
经营活动净现金流/总债务（X）	0.28	0.21	0.17	0.01
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.11	4.58	4.06	-

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 2018 年 3 月末，公司取得银行授信额度合计 480.36 亿元，其中未使用的授信额度为 400.33 亿元，备用流动性充裕。与此同时，公司作为上市公司，股权融资渠道通畅，有助于进一步提升其财务弹性。

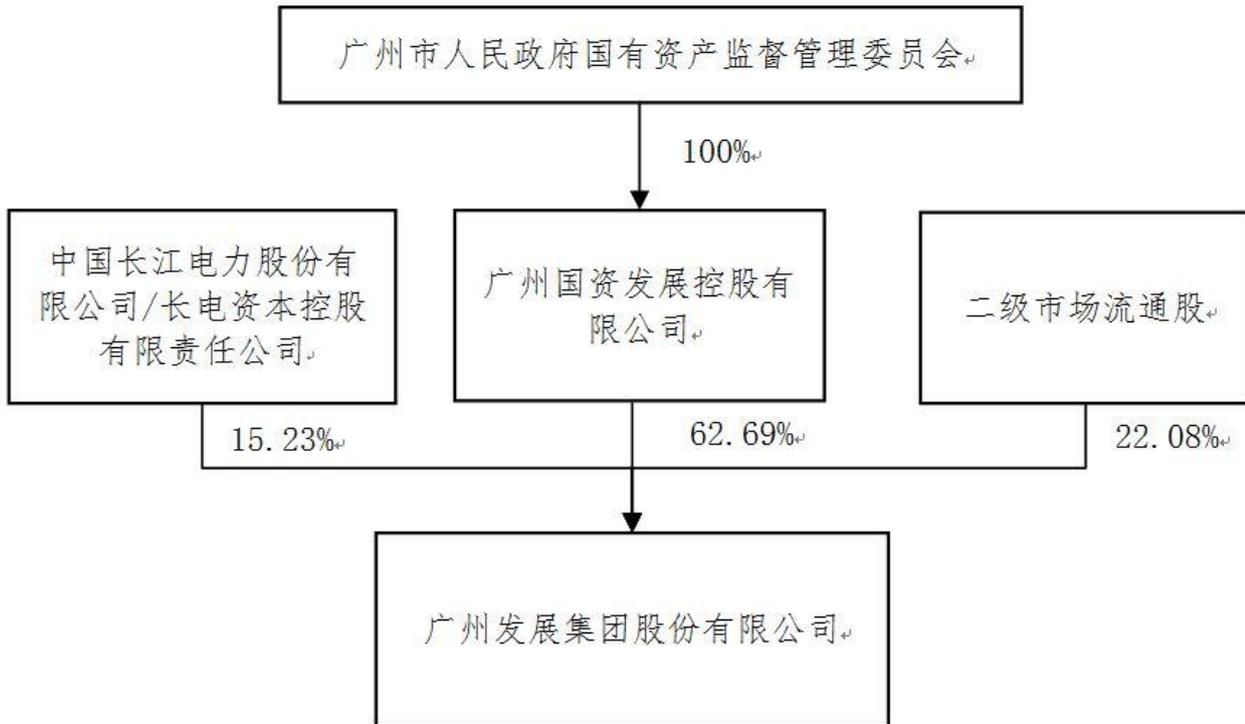
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，除对子公司提供合计 5.10 亿元的担保外，公司无对外担保、无重大未决诉讼等或有负债事项。

总体来看，受煤炭价格高企及电价略有降低影响，2017 年公司盈利水平有所下降，虽然 EBITDA 和经营性净现金流对债务本息的保障程度有所下降，但仍处于较好水平，且公司财务结构稳健，财务弹性良好，整体偿债能力极强。

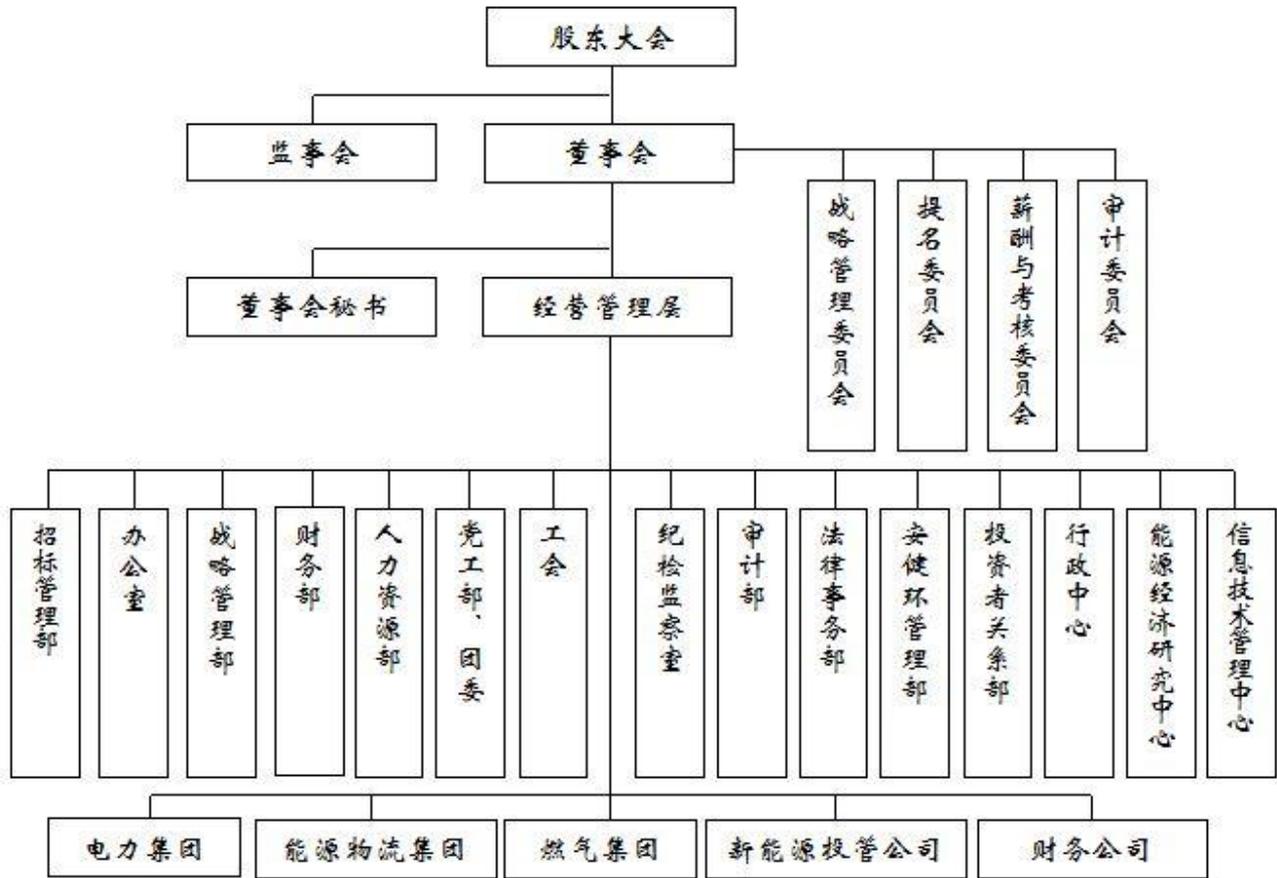
结 论

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 2018 年 3 月 31 日）



附二：广州发展集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	465,873.53	203,448.16	132,544.78	135,400.33
应收账款净额	222,402.57	106,886.83	111,193.47	113,245.42
存货净额	126,616.74	177,574.66	165,213.10	194,692.20
流动资产	883,186.26	800,375.47	1,053,197.49	992,762.56
长期投资	704,625.19	883,963.63	961,237.46	961,056.76
固定资产合计	1,768,081.86	1,711,058.04	1,686,544.59	1,671,865.41
总资产	3,486,127.28	3,531,725.97	3,854,938.27	3,781,806.57
短期债务	305,594.54	725,053.79	375,587.53	302,594.41
长期债务	817,183.75	456,913.50	1,014,458.11	1,007,499.67
总债务（短期债务+长期债务）	1,122,778.30	1,181,967.28	1,390,045.63	1,310,094.08
总负债	1,647,662.88	1,686,465.01	1,929,842.36	1,846,712.61
所有者权益（含少数股东权益）	1,838,464.40	1,845,260.97	1,925,095.92	1,935,093.96
营业总收入	2,111,665.07	2,202,485.65	2,479,811.02	611,279.21
三费前利润	318,939.89	295,184.30	267,279.46	52,250.60
投资收益	51,988.00	28,247.98	6,547.97	2,104.26
净利润	183,819.04	101,179.35	89,415.17	11,665.93
折旧摊销前盈余 EBITDA	406,907.13	317,982.96	292,213.15	-
经营活动产生现金净流量	318,917.51	247,517.53	235,822.11	13,798.82
投资活动产生现金净流量	-65,050.58	-239,104.84	-82,833.34	-25,852.32
筹资活动产生现金净流量	-209,732.54	-69,916.39	77,072.48	-88,238.95
现金及现金等价物净增加额	44,154.02	-61,476.80	229,960.76	-100,305.66
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	15.84	14.01	10.90	7.81
所有者权益收益率（%）	10.00	5.48	4.64	-
EBITDA/营业总收入（%）	19.27	14.44	11.78	-
速动比率（X）	0.97	0.53	1.05	1.04
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.21	0.17	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	1.04	0.34	0.63	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	5.11	4.58	4.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.52	5.88	5.03	-
总债务/EBITDA（X）	2.76	3.72	4.76	-
资产负债率（%）	47.26	47.75	50.06	48.83
总资本化比率（%）	37.92	39.04	41.93	40.37
长期资本化比率（%）	30.77	19.85	34.51	34.24

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 年以后货币资金减少是由于广州发展集团财务有限公司成立归集成员单位资金转入存放同业及中央银行款项所致。

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。