



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪846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）”、“广州国资发展控股有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”以及“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；维持上述债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十七日

## 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）、 公开发行 2017 年公司债券（第一期）、公开发行 2018 年公司债券（第 一期）跟踪评级报告（2018）

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 2016 年公司债券（第一期）		
债券简称	16 穗发 01		
债券代码	136837		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2016/11/22~2021/11/22		
上次评级时间	2017/06/27		
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	

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 2017 年公司债券（第一期）		
债券简称	17 穗发 01		
债券代码	143087		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2017/04/26~2022/04/26		
上次评级时间	2017/06/27		
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	

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）		
债券简称	18 穗发 01		
债券代码	143580		
发行规模	人民币 22 亿元		
存续期限	2018/04/19~2023/04/19		
上次评级时间	2018/04/04		
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	

### 基本观点

广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国发”或“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，公司业务主要由综合能源业务和啤酒业务两大板块构成。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了公司所处的良好区域经济环境、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、债务规模增速较快等因素可能在一定程度上影响到公司的信用水平。

综上，中诚信证券评估有限公司维持广州国资发展控股有限公司主体信用等级为 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）”信用等级为 AAA，维持“广州国资发展控股有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，维持“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）”信用等级为 AAA。

### 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。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。



概况数据

广州国发	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	284.66	285.48	310.91	309.41
总资产(亿元)	513.54	540.73	699.71	690.34
总债务(亿元)	146.59	177.49	306.23	298.80
营业总收入(亿元)	249.90	258.53	287.98	68.26
营业毛利率(%)	20.20	18.19	14.34	9.92
EBITDA(亿元)	48.01	39.42	44.70	6.65
所有者权益收益率(%)	7.08	4.36	4.27	-0.07
资产负债率(%)	44.57	47.20	55.57	55.17
总债务/EBITDA(X)	3.05	4.50	6.85	44.93
EBITDA利息倍数(X)	6.20	5.83	4.42	0.95

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;  
注 2: 长期应付款以全额计入长期债务中。

分析师

张卡 kzhang@ccxr.com.cn

马慧桐 htma@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月27日

- 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、金融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。2017 年, 公司 EBITDA 为 44.70 亿元, 同比增长 13.39%。同期, EBITDA 利息倍数分别为 4.42 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 2017 年全国用电增速同比提高, 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, 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, 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, 2017 年电煤价格上涨且公司业务成本压力无法及时向下游及时传导, 在上网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。
- 债务规模增速较快。截至 2017 年, 公司有息债务余额 306.23 亿元, 同比增长 72.53%, 同期公司资产负债率 55.57%, 同比增长 8.37 个百分点、总资本化比率 49.62%, 同比增长 11.28 个百分点。较快增长的债务规模或使公司面临一定偿债压力。

## 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](http://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。

## 募集资金使用情况

16 穗发 01 募集资金 30 亿元,全部用于补充公司及下属子公司的流动资金; 17 穗发 01 募集资金 30 亿元,其中 20 亿元用于偿还有息负债,其余用于补充公司及子公司的流动资金; 18 穗发 01 募集资金 22 亿元,其中 18 亿元用于偿还有息负债,其余用于补充公司及子公司的流动资金。截至 2017 年末,16 穗发 01 和 17 穗发 01 的债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致,18 穗发 01 的募集资金尚未使用。

## 行业分析

**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,新增非化石能源发电装机容量创历年新高,煤电装机增速放缓。**

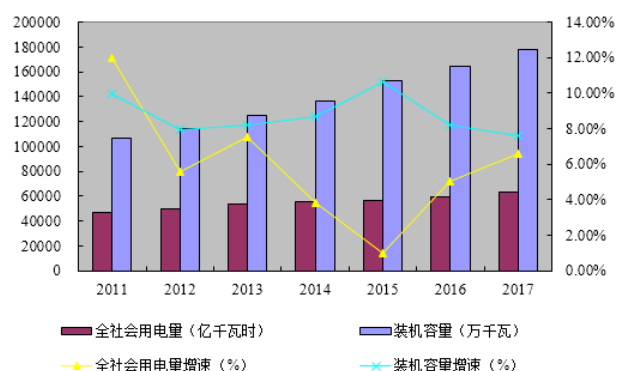
2017 年以来,宏观经济总体延续稳中向好,工业行业供需关系明显改善,企业产能利用率持续回升,拉动工业用电回暖,高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长,工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进;另外,夏季大部分地区气温明显偏高,7 月、9 月全国平均气温均创 1961 年以来历史同期最高,拉动用电量较快增长。受此影响,2017 年全国全社会用电量继续维持 2016 年以来的增长态势,当期 6.3 万亿千瓦时,同比增长 6.6%,增速同比提高 1.6 个百分点,人均用电量 4,538 千瓦时,人均生活用电量 625 千瓦时。

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%<sup>1</sup>;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,我国第二产业及其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

虽然近年来我国用电需求增速有所放缓,但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

<sup>1</sup> 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》。

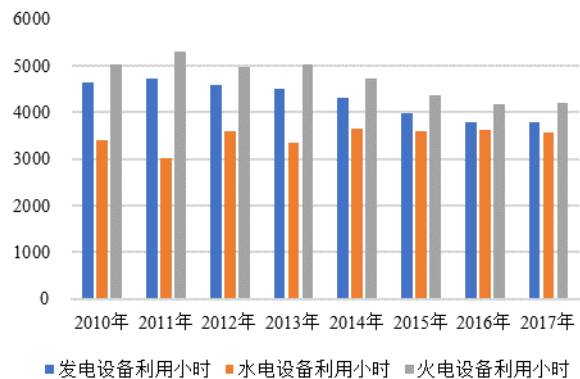
电装机5,338万千瓦，同比增加2,167万千瓦，82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高19.6个百分点。新增煤电装机3,855万千瓦，同比减少142万千瓦。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；非化石能源发电装机将达到7.7亿千瓦左右，占比约39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

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

单位：小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

总的来看，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 年随着环保力度加强，天然气消费量有所提升，未来随着天然气价格下降以及政策支持力度加大，天然气行业有着广阔的发展空间。**

2017 年，随着煤炭减量替代政策的实施，国内天然气消费需求持续攀高。2017 年，中国天然气产量 1,487 亿立方米，同比增长 8.5%；天然气进口量 920 亿立方米，同比增长 27.6%；天然气消费量 2,373 亿立方米，同比增长 15.3%。

天然气价格方面，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。国家发改委于 2017 年 8 月发布《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》，通

知要求非居民用气基准门站，价格每千立方米降低100元，自2017年9月1日起实施；基准门站价格调整后，天然气生产经营企业供应各省（区、市）的门站价格原则上要同步等额降低。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。

政策方面，2017年6月，国家发改委、国家能源局等十三个部委联合发布《加快推进天然气利用的意见》，总体目标是逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一，到2020年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到10%左右，到2030年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右。2017年12月，国家发改委、国家能源局等八部委联合发布《北方地区冬季清洁取暖规划（2017~2021年）》，规划到2019年，北方地区清洁取暖率达到50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7,400万吨。到2021年，北方地区清洁取暖率达到70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5亿吨，着力推动天然气替代散烧煤供暖。在北方地区城市城区和县城，加快城镇天然气管网配套建设，优先发展燃气供暖，预计2017~2021年累计新增天然气供暖面积18亿平方米，新增用气230亿立方米。作为清洁能源，在政策支持下，天然气行业有着广阔的发展空间。

### 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。未来产能结构持续优化，将有助于提升行业集中度、规范产业发展

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。

### 2017年煤炭行业供需结构改善，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，2017年以来国家通过多种措施抑制煤价异常波动，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

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）分别同比增长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。

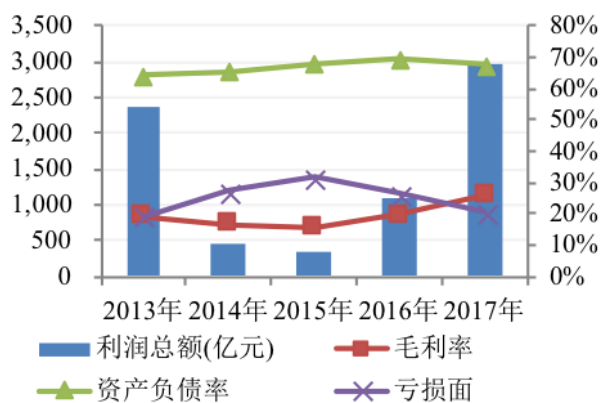
图3：2011~2018年4月年秦皇岛5,500大卡动力煤价格走势（元/吨）



数据来源：wind 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%。

图4：2013~2017年煤炭开采和洗选业主要财务指标



数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

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(5500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，需关注政策面过度干预对后期煤炭价格产生的负面影响。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。

## 区域经济

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，为公司业务发展提供了良好的外部经济环境

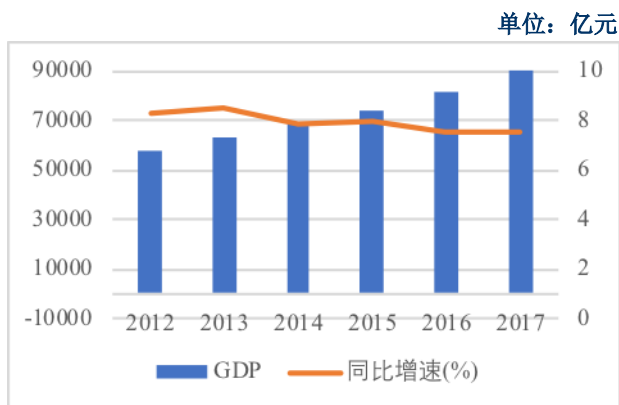
广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，东邻福建，西连广西，南临南海，北接江西、湖南，是我国第一经济大省。广东省幅员面积17.97万平方公里，拥有发达的内陆水系和海洋资源，省内主要河系有珠江、西江、东江和北江等，同时全省大陆海岸线长4,114.3千米，居全国第一位。广东省下辖21个地级市，截至2017年末，广东省常住人口11,169万人，其中城镇常住人口7,801.55万人，城镇化水平较高。

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 5：2012~2017 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。2017 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，增长 5.9%。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，截至 2016 年 1 月底，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。广东省一般公共预算收入稳定增加，2017 年广东省实现一般公共预算收入 11,315.21 亿元，同比增长 8.12%。同期，税收收入 8,869.91 亿元，占一般公共预算收

入的比重为 78.39%，收入结构较为稳定。

财政支出方面，2017 年广东省一般公共预算支出为 15,043.09 亿元，同比增加 11.87%，其中教育支出、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 1：2015~2017 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%

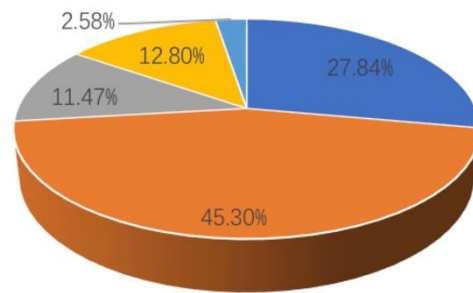
数据来源：广州市财政局，中诚信证评整理

财政平衡方面，2017 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）为 75.22%，较上年减少 2.05 个百分点，整体上财政自给能力相对较强。

## 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，2017 年公司实现营业总收入 287.98 亿元，较上年增长 11.39%。其中，公司综合能源业务收入 243.67 亿元，较上年增长 12.37%。细分业务来看，2017 年，公司电力、燃料、燃气和啤酒等业务分别实现营业收入 80.17 亿元、130.46 亿元、33.03 亿元和 36.87 亿元，占营业收入的比重分别为 27.84%、45.30%、11.47% 和 12.80%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 61.50 亿元。

图 6：2017 年公司主营业务收入构成情况



■ 电力业务 ■ 燃料业务 ■ 燃气业务 ■ 啤酒业务 ■ 其他业务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司综合能源业务主要由下属控股子公司广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）（证券代码：600098.SH）运营。截至 2018 年 3 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。

**受电力行业需求量回暖影响，2017 年公司发电量略有增长，但同时公司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**

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。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 年公司电力业务实现营业收入 80.17 亿元，较上年增加 1.85%。2018 年 1~3 月，公司电力业务累计实现营业收入 17.31 亿元。

表 2：2015~2018.Q1 公司分类型装机容量情况

单位：万千瓦

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
可控装机容量	442.68	450.77	457.37	457.37
其中：火电	441.38	441.38	441.38	441.38
光伏	1.30	4.43	7.73	7.73
风电	-	4.96	8.26	8.26

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 2018 年 3 月末，公司发电可控装机容量为 457.37 万千瓦，其

中火电装机容量 441.38 万千瓦，光伏装机容量 7.73 万千瓦，风电装机容量 8.26 万千瓦。

表 3：截至 2018 年 3 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 (%)	2017 年 发电量 (亿千瓦时)	上网电价 (元/千瓦时)
珠江电力	2*32	100	27.76	0.4147
东方电力	2*32	75	24.25	0.4657
珠江 LNG 电厂	2*39	70	23.48	0.5330
恒益电厂	2*60	50	51.03	0.4475
中电荔新	2*33	50	36.42	0.4403
鳌头能源站	2*1.44	50	0.95	0.7366
光伏项目	7.73	100	0.70	0.8088
惠东风电场	4.96	100	0.88	0.5214
南亚风电场	3.3	100	-	-
汕尾电厂	2*60+2*66	25	115.03	-
盘南电厂	4*60	16.5	80.55	-
沙角 B 电厂	2*35	35.23	28.16	-
都匀电厂	2*60	30	5.46	-
靖海电厂	2*100+2*60	10	136.84	-
超算能源站	2*0.43	30	0.27	-
穗恒运	2*21+2*33	18.35	57.41	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产及销售方面，受 2017 年电力行业用电量增长影响，公司发电量和上网电量略有增长。2017 年，公司完成发电量 186.24 亿千瓦时，同比增长 0.93%；同期，公司完成上网电量 172.65 亿千瓦时，同比增长 0.62%。2017 年公司火电机组、光伏发电机组、风电机组分别完成发电量 184.66 亿千瓦时、0.6975 亿千瓦时和 0.8815 亿千瓦时，其中受公司加大对光伏发电的发展力度影响，2017 年公司光伏发电量较上年增长 268.46%。2018 年 1~3 月，公司分别完成发电量 41.31 亿千瓦时和上网电量 38.55 亿千瓦时。

随着 2017 年用电需求的回升，公司发电机组平均利用小时数略有增加。2017 年，公司火电发电机组平均利用小时数为 4,208 小时；同期，光伏发电发电机组发电利用小时数为 1,125 小时、风电发电机组利用小时数为 1,777 小时。

表 4：2015~2018.Q1 公司发电机组情况

火电	2015	2016	2017	2018.3
发电量（亿千瓦时）	179.83	183.40	184.66	40.70
上网电量（亿千瓦时）	167.30	170.55	171.41	38.02
机组平均利用小时数	4,097	4,179	4,208	927
平均供电标煤消耗（克/千瓦时）	313.33	313.40	314.80	312.10
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.49	0.47	0.47	0.47
光伏	2015	2016	2017	2018.3
发电量（亿千瓦时）	0.0958	0.1893	0.6975	0.2016
售电量（亿千瓦时）	0.0942	0.1878	0.6889	0.2040
上网电量（亿千瓦时）	0.0076	0.0141	0.4202	0.1476
发电利用小时数	736	830	1,125	261
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.47	0.39	0.39	0.39
风电	2015	2016	2017	2018.3
发电量（亿千瓦时）	-	0.9265	0.8815	0.4042
上网电量（亿千瓦时）	-	0.8515	0.8233	0.3844
发电利用小时数	-	1,868	1,777	489
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	-	0.52	0.52	0.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，公司 2017 年及 2018 年 1 季度平均上网电价没有发生变动，火电、光电和风电的平均上网电价分别为 0.47 元/千瓦时、0.39 元/千瓦时和 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。

**受环保压力等因素影响，下游客户能源需求增速放缓，2017 年公司煤炭销售量略有下滑，同时，受大宗商品市场行情下行影响，公司油品业务也有所下滑**

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

公司煤炭销售业务由珠电燃料公司负责，经营模式为通过外部采购而后通过批发或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、大同煤矿集团有限公司和伊泰供应链金融服务（深圳）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。

表 5：2017 年公司煤炭前五名供应商情况

客户名称	单位：万吨、亿元	
	采购金额	采购量
神华销售集团有限公司华南销售分公司	34.90	597.00
大同煤矿集团有限责任公司	15.48	296.00
伊泰供应链金融服务（深圳）有限公司	14.18	254.00
西宁德祥商贸有限责任公司	7.92	128.00
福建省福能电力燃料有限公司	7.02	110.00
<b>合计</b>	<b>79.49</b>	<b>1,385.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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%。

近年来公司市场煤销售规模呈逐年下降趋势，2017 年市场煤销售量为 2,143 万吨，同比下滑 10.60%，下滑原因主要系当年受环保等因素影响，下游客户能源需求增速放缓；同时，公司自用的煤炭规模呈上升趋势，2017 年自用煤量为 538 万吨，同比上涨 4.06%。2018 年 1~3 月，公司完成市场煤销售 511 万吨、自用煤 124 万吨。价格方面，公司煤炭销售价格为市场价格。

表 6：2015~2018.Q1 公司煤炭销售情况

	单位：万吨			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售总量	3,084	2,914	2,682	645
其中：自用	499	517	538	124
市场煤	2,585	2,397	2,143	511

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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 年末，公司在广州南沙拥有一个年接卸能力 704 万吨的 5 万吨级煤炭中转码头、一个年接卸能力 720 万吨的 7 万吨级煤炭中转码头、拥有 1,000 吨级出库泊位 1 个，2,000 吨级出库泊位 2 个，另配有 1,000 吨级待泊泊位 2 个，2,000 吨级待泊泊位 1 个。另外，公司拥有与煤炭码头相配套的设计堆存能力 34 万吨级的储煤场和设计堆存能力 20 万吨的圆形料仓。运力方面，发展航运与中发航运公司合计拥有 6 艘 5.7 万吨级的船舶，自有运力达 34.2 万吨。

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%。受大宗商品市场行情下行影响，油库租赁量有所减少，2017 年南沙油库累计完成油库租赁量 525.19 万立方米，同比下降 4.42%，罐容出租率为 65%；受成品油市场行情不景气影响，成品油销售量有所下滑，2017 年发展碧辟油品公司成品油销售量为 52.14 万吨，同比下降 13.85%。2018 年 1~3 月，南沙油库累计完成油库租赁量 132.49 万立方米；同期，成品油销售量 7.34 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%。2017年码头累计完成吞吐量为330.70万吨，同比增长5.89%。2018年1~3月，发展碧辟油品公司码头累计吞吐量89.40万吨。

表 7：2015~2018.Q1 公司油品业务经营情况

	2015	2016	2017	2018.Q1
油库租赁量（万立方米）	375.12	549.50	525.19	132.49
码头累积吞吐量（万吨）	280.40	312.30	330.70	89.40
油品销售量（万吨）	34.76	60.52	52.14	7.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 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

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。2017年以及2018年1~3月，公司天然气业务营业收入分别为33.03亿元和9.75亿元。

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。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2017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4,753公里，天然气服务约172万居民客户以及0.96万工商用户。截至2018年3月末，公司燃气管网长度达4,845公里，天然气服务约175万居民客户以及0.98万工商用户。

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，2017年燃气集团完成天然气销售量10.85亿立方米，同比增长4.13%；其中，终端用户销售气量为6.64亿立方米，同比增长7.10%，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38.70%和61.30%。2018年1~3月，燃气集团完成天然气销售量3.07亿立方米，其中终端用户销售气量为1.82亿立方米。

表 8：2015~2018.Q1 公司天然气销售情况

单位：千米、亿立方米、元/立方米、万户

	2015	2016	2017	2018.Q1
燃气管网长度	4,174	4,311	4,753	4,845
天然气采购量	9.97	10.87	11.27	3.25
天然气采购均价	2.31	2.01	2.01	2.01
天然气销售总量	10.16	10.42	10.85	3.07
其中：居民用户销售量	2.21	2.35	2.57	0.73
工商业用户销售量	3.54	3.85	4.07	1.09
天然气供应居民用户数	152	163	172	175
天然气供应工商业用户数	0.89	0.96	0.96	0.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，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。

**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,公司啤酒业务未来的盈利能力仍值得关注**

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。截至2017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。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9: 2017年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	广州麦芽有限公司	1.48	6.45%
	佛山市顺德区美安达彩印包装有限公司	1.01	4.42%
	广西永耀玻璃有限公司	0.66	2.89%
	广东华兴玻璃股份有限公司	0.61	2.68%
	广西北流建铎玻璃有限公司	0.43	1.89%
合计		4.20	18.33%

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。2017年,公司啤酒产量略有增长,2017年珠江啤酒生产啤酒120.76万吨,同比增长4.73%。产能利用率为57.50%。2018年1~3月,珠江啤酒生产啤酒22.23万吨,产能利用率为42.34%。

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。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,珠江啤酒利润总额实现大幅增长。2017年公司实现啤酒销售量为120.99万吨,同比增长4.12%,产销率为100.19%,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,2017年公司啤酒销售收入为36.87亿元,同比增长6.00%。2018年1~3月,公司啤酒销量为21.90万吨,实现销售收入7.17亿元。

表10: 2015~2018.Q1公司啤酒生产销售情况

单位: 万吨

	2015	2016	2017	2018.Q1
销量	115.98	116.20	120.99	21.90
产量	115.03	115.31	120.76	22.23
产能	210.00	210.00	210.00	52.5

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 11：2017 年公司啤酒前五名购买商情况

单位：亿元

期间	购买商名称	销售金额	占营业收入比
2017	惠东县吉隆融兴贸易商行	2.90	7.70%
	台山市韦德贸易有限公司	1.98	5.26%
	佛山市范德贸易有限公司	1.27	3.37%
	中山市南头镇零零六副食品商行	1.26	3.36%
	东莞市大朗泽鑫百货经营部	1.21	3.22%
合计		8.63	22.92%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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

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）、广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“粤电靖海”）、广州岭南集团控股股份有限公司（以下简称“岭南控股”，证券代码：000524.SZ）、中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”，证券代码：601669.SH）和广州汽车集团股份有限公司（以下简称“广汽集团”，证券代码：601238.SH）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，2017 年，越秀金控实现营业总收入 53.26 亿元，其中金融业务营业收入增长 38.99% 至 42.31 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 2.81% 至 26.21 亿元；同期越秀金控实现利润总额 10.95 亿元、净利润 8.60 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 亿元的股份。截至 2017 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。2017 年度，白云山营业收入为 209.54 亿元，同比增长 4.58%；利润总额为人民币 24.93 亿元，同比增长 28.17%。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。2017 年广州浪奇实现营业收入 118.11 亿元，同比增长 19.92%、利润总额 0.47 亿元，同比下降 13.71%。

2017 年，岭南控股因重大资产重组募集配套资金向公司增发新股 8,667.90 万股。截至 2017 年末，公司持有岭南控股总股本的 12.93%。岭南控股主营业务为旅行社运营和酒店经营，2017 年实现营业收入 2.36 亿元，同比增长 0.35%、利润总额 2.04 亿元，同比增长 518.70%。

2017 年，中国电建向公司定向增发 15,444.02 万股。截至 2017 年末，公司持有中国电建总股本的 1.23%。中国电建主营业务为工程承包与勘测设计、电力投资运营和房地产开发等，2017 年实现营业收入 2,660.90 亿元，同比增长 11.48%、利润总额 109.11 亿元，同比增长 11.62%。

2017 年，公司认购广汽集团限售股 15,067.81 万股，截至 2017 年末公司持有广汽集团总股本的 2.07%。广汽集团主营业务为汽车及汽车零部件制造，2017 年实现营业收入 711.44 亿元，同比增长 43.96%、利润总额 119.76 亿元，同比增长 69.86%。

截至 2017 年末，公司合营企业主要包括广州发展航运有限公司、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 7 家公司；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、华融证券股份有限公司（以下简称“华融证券”）、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和大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司等 19 家公司，主要布局电力、燃料和天然气行业，其中公司 2017 年以战略投资者身份投资华融证券 17.35 亿元，持有华融证券 5.98 亿股，占华融证券总股本的 10.24%，公司为华融证券第二大股东，并派出一名董事进入华融证券董事会；参股公司主要包括广东粤电靖海发电有限公司

和中国长江电力股份有限公司等，截至 2017 年年末公司所持以上主体股份比例分别为 10.00% 和 1.00%。

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。随着工程建设的进行，未来公司或将面临一定的资金支持压力。

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资 133.19 亿元，已完成投资 26.37 亿元；拟建项目计划总投资 104.14 亿元。

表 12：截至 2018 年 3 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
<b>电力项目：</b>				
台山渔业光伏产业园一期 50MW 项目	39,211	18,938	100%	2016~2018
河源连平大湖地面光伏电站项目	18,631	12,033	100%	2016~2018
广汽丰田第三生产线、广汽研究院屋顶光伏项目	7,512	3,283	100%	2017~2019
<b>天然气项目：</b>				
广州市天然气利用工程四期工程项目	696,690	42,075	100%	2013~2020
<b>啤酒项目：</b>				
广州南沙珠江啤酒有限公司 130 万千升啤酒搬迁工程	227,613	179,905	100%	2013~2017
珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	181,405	3,818	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	3,456	100%	2018~2020
信息化平台建设及品牌推广项目	60,045	223	100%	2018~2020
<b>在建合计</b>	<b>1,331,887</b>	<b>263,731</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13：截至 2018 年 3 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
<b>电力项目：</b>			
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站项目	31,273	100%	2017~2018
广州发展连平上坪地面光伏站项目	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%	
<b>天然气项目：</b>			
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%	
<b>啤酒项目：</b>			
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
O2O 销售渠道建设及推广项目	30,428	100%	2018~2020
<b>拟建合计</b>	<b>1,041,408</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



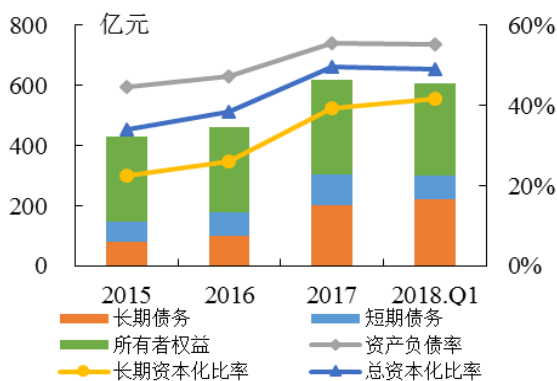
## 财务分析

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 2015~2016 年审计报告、经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1 季度报表。以下分析均基于合并口径财务数据。

### 资本结构

近年来，随着业务规模不断扩大，公司整体资产规模持续增长。截至 2017 年末，公司资产总额 699.71 亿元，较 2016 年末增长 29.40%。自有资本方面，受益于公司自身的利润积累，公司所有者权益有所增长，截至 2017 年末公司所有者权益 310.91 亿元，较上年增长 8.91%；负债方面，随着公司业务发展，外部融资需求也有所增加，负债规模有所上升，截至 2017 年末公司总负债 388.80 亿元，较上年增长 52.32%；财务杠杆方面，受负债增长影响，公司资产负债率亦有所上升，截至 2017 年末公司资产负债率 55.57%，总资本化比率 48.75%。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 690.34 亿元、负债总额 380.86 亿元、资产负债率 55.17%、总资本化比率 48.24%。

图 7：2015~2018.Q1 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，截至 2017 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 190.50 元和 509.21 亿元，占总资产比例分别为 27.23% 和 72.77%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为 41.97%、6.18%、12.25% 和 33.90%。其中，货币资金增长 58.56% 至 79.95 亿元，主要系银行存款 79.77 亿元；应收账款

下降 4.82% 至 11.78 亿元，主要系应收未结算电费；存货下降 6.00% 至 23.33 亿元，主要系原材料及库存商品等；其他流动资产增长 118.65% 至 64.58 亿元，增长原因主要系 2017 年公司新增理财产品 15.51 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，占非流动资产的比重分别为 25.32%、23.03% 和 39.52%。其中，可供出售金融资产增长 32.93% 至 128.95 亿元，其中 2017 年新增对广东电力交易中心有限责任公司、广州银行股份有限公司、广州信德创业营股权投资合伙企业 and 广州国资国企创新投资基金合伙企业的投资；长期股权投资增长 90.28% 至 117.25 亿元，增长部分主要系对联营企业投资增加 59.44 亿元；固定资产下降 4.25% 至 201.22 亿元，主要系房屋建筑物 54.32 亿元和机器设备 144.10 亿元。

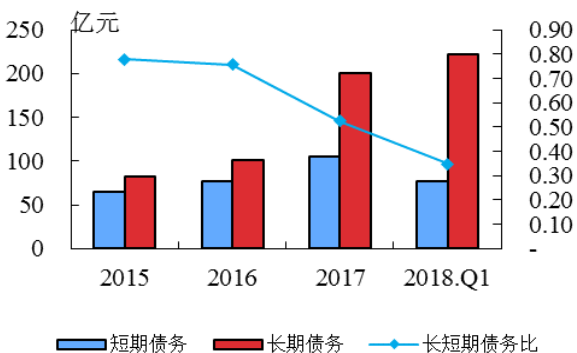
负债结构方面，截至 2017 年末，公司流动负债和非流动负债分别为 164.78 亿元和 224.02 亿元，占总资产比例分别为 42.38% 和 57.62%，公司负债以非流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成，在流动负债中的占比分别为 60.72%、16.31% 和 7.54%。其中，短期借款增长 128.12% 至 100.06 亿元，增长原因主要系信用借款增加 53.90 亿元；应付账款下降 12.16% 至 26.88 亿元，主要系未结算工程款等，账期集中在 1 年以内；一年内到期的非流动负债增长 38.13% 至 12.42 亿元，全部系一年内到期的长期借款。

截至 2017 年末，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，占当期非流动负债的比重分别为 21.22% 和 63.75%，其中，长期借款增长 4.04% 至 47.54 亿元，主要系质押借款 19.35 亿元和信用借款 27.76 亿元；应付债券增长 160.19% 至 142.81 亿元，较 2016 年增加 87.92 亿元，主要系公司当期发行“17 穗发 01”、“广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债（第一期）”、“广州发展绿色债 01 募集资金”和“广州发展电力集团有限公司 2017 年度第一期中期票据”，其中，“广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债（第一期）”在 2017

年回售转回 18.91 亿元；“广州发展绿色债 01 募集资金”发行规模为 24 亿元，发行期限为 5 年，发行利率为 4.94%；“广州发展电力集团有限公司 2017 年度第一期中期票据”发行规模为 15.00 亿元，发行期限为 5 年，发行利率为 5.13%。

有息债务方面，截至 2017 年末公司总债务 306.23 亿元，同比增长 72.53%。其中，短期债务增长 37.89%至 105.41 亿元，主要系短期借款 100.06 亿元；长期债务增长 98.74%至 100.82 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，增长原因主要系 2017 年应付债券的增加。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.52 倍，同比下降 23 个百分点，债务结构趋于合理。截至 2018 年 3 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 298.80 亿元和 0.35 倍。

图 8：2015~2018.Q1 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，自有资本

实力不断增强；但同时，公司 2017 年债务规模增长较快，财务杠杆水平有所上升，公司或将面临一定偿债压力。

### 盈利能力

2017 年，公司营业总收入 287.98 亿元，同比增长 11.39%，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，受需求电量增长影响，公司 2017 年电力业务收入增长 1.85%至 80.17 亿元；受煤矿售价增长影响，公司燃料业务收入增长 22.24%至 130.46 亿元；受燃气业务范围的扩大影响，公司燃气业务收入增长 5.21%至 33.03 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，公司啤酒业务收入亦有所增长，2017 年啤酒收入增长 6.00%至 36.87 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 68.75 亿元。

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率 14.77%，毛利率水平有所下降。其中，受电煤价格增长以及广东省控制上网电价影响，电力业务毛利率下降 9.85 个百分点至 12.54%；受同业竞争加剧以及相关政策影响，公司燃料业务毛利率下滑至 3.73%；受易拉罐、纸箱等原材料以及人工成本增加影响，公司 2017 年啤酒业务毛利率下降 1.43 个百分点至 38.59。2018 年 1~3 月，公司的毛利率为 10.55%。

表 14：2015~2018.Q1 公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元

项目板块	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	77.38	29.41	78.72	22.39	80.17	12.54	17.31	5.12
燃料业务	98.74	2.73	106.73	5.23	130.46	3.73	33.37	3.05
燃气业务	32.57	22.32	31.40	26.21	33.03	26.87	9.75	23.17
啤酒业务	34.07	42.23	34.78	40.02	36.87	38.59	7.12	32.35
其他业务	7.14	47.13	6.91	26.26	7.44	60.72	1.19	66.10
<b>合计</b>	<b>249.90</b>	<b>20.20</b>	<b>258.53</b>	<b>18.25</b>	<b>287.98</b>	<b>14.77</b>	<b>68.75</b>	<b>10.55</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，近年公司期间费用呈平稳增长趋势，2017 年公司的三费合计金额增长 11.89%至 29.14 亿元。其中，销售费用 9.35 亿元，与上年基本持平；管理费用为 11.40 亿元，主要为职工薪酬、

研究与开发费等。此外，财务费用增长 34.36%至 8.38 亿元，增长原因主要系 2017 年公司有关有息债务规模扩大。2017 年公司三费收入占比为 10.12%，整体看，公司期间费用控制能力较强。2018 年 1~3

月，公司三费合计 7.50 亿元，占营业收入的比例为 10.99%。

表 15：2015~2018.Q1 公司期间费用情况

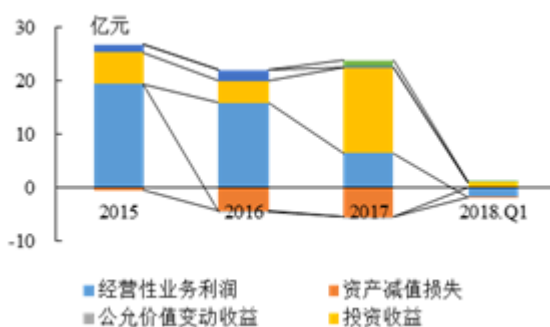
单位：亿元、%

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	8.73	9.36	9.35	1.95
管理费用	11.22	10.45	11.40	2.78
财务费用	6.11	6.24	8.38	2.78
三费合计	26.06	26.04	29.14	7.50
营业总收入	249.90	258.53	287.98	68.26
三费收入占比	10.43	10.07	10.12	10.99

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年公司利润总额为 20.37 亿元，同比增长 15.12%。公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益。2017 年，公司经营性业务利润为 6.47 亿元，同比减少 59.09%，主要系营业毛利率下降所致。2017 年，公司获得投资收益 15.97 亿元，同比增长 287.97%，增长原因主要系 2017 年公司向参股公司越秀金控（广州国发 2016 年起对其拥有 18.95% 的股权）派出一名董事，可对其实施重大影响，公司将该项投资作为长期股权投资核算；同期公司其他收益为 1.26 亿元，主要来自于政府补助。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.23 亿元。

图 9：2015~2018.Q1 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

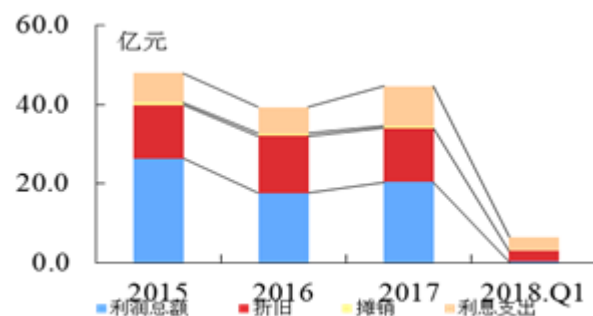
总的来看，近年来公司经营状况稳定，业务规模不断扩大，虽然受近年来煤炭行业波动、电价下调及啤酒行业竞争激烈影响，公司整体毛利水平有所下降，但仍处于较好水平。整体来看，公司具备很强的盈利能力。

## 偿债能力

2017 年公司经营活动净现金流 27.14 亿元，同比下降 14.72%，减少原因主要系受电煤价格上涨等影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金增加。受债务规模扩大影响，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所减弱，2017 年公司经营活动净现金流对债务的覆盖倍数为 0.09 倍，对利息的覆盖倍数为 2.68 倍。

公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成。受固定资产规模缩小影响，固定资产折旧随着减少，2017 年公司折旧下降 5.08% 至 13.68 亿元；受债务规模大幅扩大影响，公司利息支出有所增长，2017 年公司利息支出增长 50.72% 至 10.07 亿元。受利润总额和利息支出共同增长影响，公司 EBITDA 有所增长，2017 年公司 EBITDA 增长 13.40% 至 44.70 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司 EBITDA 为 6.65 亿元。

图 10：2015~2018.Q1 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，2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 6.85 倍、EBITDA 利息倍数为 4.42 倍。尽管公司 EBITDA 有所增长，但由于公司债务规模增幅较大，EBITDA 对总债务和利息的覆盖能力有所减弱。截至 2018 年 3 月末，公司总债务/EBITDA 为 44.93 倍，EBITDA 利息倍数为 0.95 倍。

表 16: 2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产 (亿元)	513.54	540.73	699.71	690.34
总债务 (亿元)	146.59	177.49	306.23	298.80
资产负债率 (%)	44.57	47.20	55.57	55.17
总资本化比率 (%)	33.99	38.34	49.62	49.13
经营活动净现金流 (亿元)	42.00	31.82	27.14	0.99
经营活动净现金/总债务 (X)	0.29	0.18	0.09	0.00
经营活动净现金/利息支出 (X)	5.43	4.71	2.68	0.14
EBITDA (亿元)	48.01	39.42	44.70	6.65
总债务/EBITDA (X)	3.05	4.50	6.85	44.93
EBITDA 利息倍数 (X)	6.20	5.83	4.42	0.95

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 2018 年 3 月 31 日, 公司获得授信总额 748.67 亿元, 已使用额度 162.67 亿元, 未使用额度 586.00 亿元。

受限资产方面, 截至 2018 年 3 月 31 日, 公司受限资产为 4.69 亿元, 其中法定存款准备金 4.04 亿元、受限的固定资产 0.65 亿元。

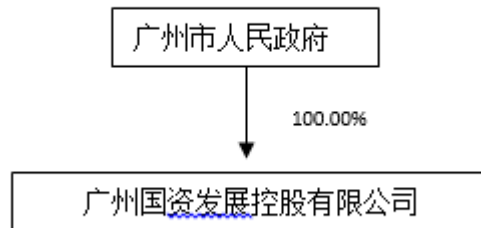
对外担保方面, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额 5.1 亿元, 占净资产的比例为 1.64%。

总的来看, 公司资产规模稳定增长, 自有资本实力不断增强, 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。

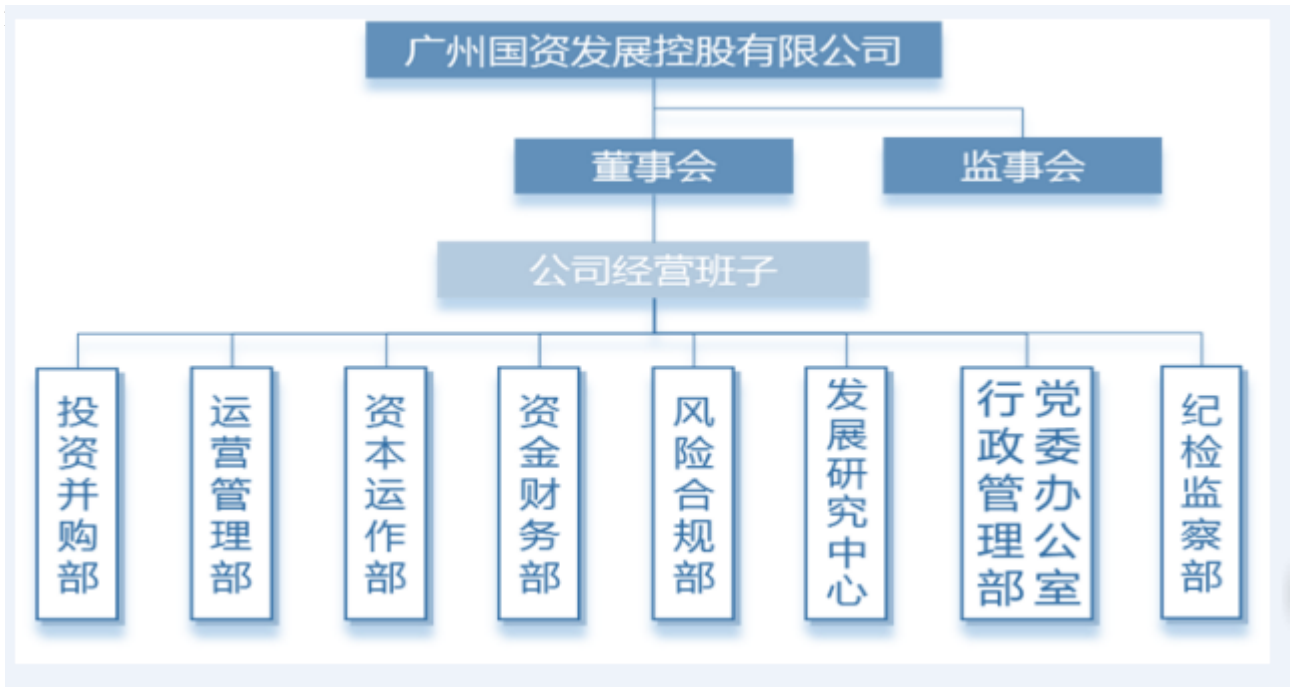
## 结 论

综上, 中诚信证评维持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; 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)”信用等级为 **AAA**, 维持“广州国资发展控股有限公司公开发行 2017 年公司债券 (第一期)”信用等级为 **AAA**, 维持“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)”信用等级为 **AAA**。

附一：广州国资发展控股有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：广州国资发展控股有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	826,329.59	504,225.64	799,524.97	650,892.37
应收账款净额	253,477.51	123,753.64	117,792.94	120,141.35
存货净额	201,870.29	248,179.90	233,282.39	256,846.38
流动资产	1,720,900.52	1,269,553.11	1,905,029.45	1,822,022.18
长期投资	774,443.99	1,586,570.22	2,462,277.52	2,463,156.52
固定资产合计	2,357,025.16	2,253,703.53	2,159,265.34	2,145,620.85
总资产	5,135,385.02	5,407,299.50	6,997,107.29	6,903,361.77
短期债务	642,249.82	764,488.47	1,054,139.31	770,241.49
长期债务	823,638.55	1,010,457.73	2,008,158.20	2,217,710.44
总债务（短期债务+长期债务）	1,465,888.37	1,774,946.20	3,062,297.50	2,987,951.93
总负债	2,288,801.53	2,552,481.88	3,887,963.68	3,808,636.84
所有者权益（含少数股东权益）	2,846,583.50	2,854,817.62	3,109,143.61	3,094,124.93
营业总收入	2,498,994.35	2,585,261.66	2,879,766.95	682,648.84
三费前利润	454,490.87	418,620.20	356,098.12	57,366.76
投资收益	58,498.46	41,171.02	159,732.12	9,613.38
净利润	201,614.10	124,338.43	132,755.95	-2,261.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	480,072.44	394,156.89	446,969.23	66,500.15
经营活动产生现金净流量	420,041.13	318,221.02	271,380.74	9,920.93
投资活动产生现金净流量	214,894.84	-738,365.10	-1,306,988.20	-61,744.83
筹资活动产生现金净流量	-388,819.67	73,401.21	1,299,692.19	-88,894.20
现金及现金等价物净增加额	246,129.44	-346,791.35	264,151.77	-140,731.32
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	20.20	18.19	14.34	9.92
所有者权益收益率（%）	7.08	4.36	4.27	-0.07
EBITDA/营业总收入（%）	19.21	15.25	15.52	9.74
速动比率（X）	1.20	0.76	1.01	1.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.18	0.09	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	0.65	0.42	0.26	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	5.43	4.71	2.68	0.14
EBITDA 利息倍数（X）	6.20	5.83	4.42	0.95
总债务/EBITDA（X）	3.05	4.50	6.85	44.93
资产负债率（%）	44.57	47.20	55.57	55.17
总资本化比率（%）	33.99	38.34	49.62	49.13
长期资本化比率（%）	22.44	26.14	39.24	41.75

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、长期应付款以全额计入长期债务中。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他一年内到期的付息债务}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期付息债务}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$



## 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。