

信用等级通知书

东方金诚主评字 [2018] 238 号

广东珠江投资管理集团有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年十二月四日



信用等级公告

东方金诚主评字 [2018]238 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对广东珠江投资管理集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定广东珠江投资管理集团有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年十二月四日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广东珠江投资管理集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与广东珠江投资管理集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东珠江投资管理集团有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受广东珠江投资管理集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 本次评级结果自 2018 年 12 月 4 日至 2019 年 12 月 3 日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 12 月 4 日



广东珠江投资管理集团有限公司

主体信用评级报告

报告编号：东方金诚主评字【2018】238号

评级结果

主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

评级时间

2018 年 12 月 4 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

干戈

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门
外大街 83 号德胜国际中心 B
座 7 层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对广东珠江投资管理集团有限公司（以下简称“珠江投管”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司阳西海滨电力发展有限公司（以下简称“阳西电厂”）是南方电网在广东省内的直调电厂，电力销售较有保障，受火电需求回暖影响，近年来公司全年发电量、上网电量和发电机组利用小时数均持续上升；受益于煤价上涨及青春塔煤矿投产，2017 年以来公司煤炭供销业务收入和毛利润大幅增长，毛利率水平大幅提升；公司煤电一体化产业链逐步形成，青春塔煤矿及铁路专用线的建设有助于提升公司电力销售业务原材料保障能力及进一步降低电厂用煤成本；广深沿江高速在广东省高速公路网中具有重要地位，车流量和通行费不断增长，为公司带来相对稳定的经营性现金流入；2018 年随着青春塔煤矿的投产，以及公司下属阳西电厂 5、6 号机组即将投产，投产后权益发电机组装机容量将增至 610 万千瓦，公司整体营业收入和盈利能力将进一步提升。

同时，东方金诚关注到，公司内蒙古朱家坪电厂在建项目未来投资金额较大，面临一定资金压力；公司受限资产规模大且占总资产比重很高，资产整体流动性较弱；公司期间费用占比较高，利润总额中投资收益和政府补助占比较高；公司有息债务持续增长且规模较大，部分债务将于 2019 年到期，面临集中偿付压力。

东方金诚评定珠江投管主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

评级结果

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

评级时间

2018 年 12 月 4 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

干戈

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门
外大街 83 号德胜国际中心 B
座 7 层 100088

主要数据和指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额(亿元)	425.22	436.84	449.75	477.34
所有者权益(亿元)	130.97	140.05	143.30	147.34
全部债务(亿元)	276.34	277.13	285.18	307.69
营业总收入(亿元)	48.29	46.11	61.06	58.40
利润总额(亿元)	17.22	10.58	9.33	9.41
EBITDA(亿元)	33.88	25.29	27.84	-
营业利润率(%)	36.55	28.96	24.15	28.29
净资产收益率(%)	11.34	6.42	6.02	-
资产负债率(%)	69.20	67.94	68.14	69.13
全部债务资本化比率(%)	67.84	66.43	66.56	67.62
流动比率(%)	71.54	75.45	66.60	67.93
全部债务/EBITDA(倍)	8.16	10.96	10.24	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	1.63	1.88	-

注: 表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报告及 2018 年 1~9 月未经审计的公司合并财务报表。

优势

- 公司阳西电厂是南方电网在广东省内的直调电厂, 电力销售较有保障, 受火电需求回暖影响, 近年来公司全年发电量、上网电量和发电机组利用小时数均持续上升;
- 受益于煤价上涨及青春塔煤矿投产, 2017 年以来公司煤炭供销业务收入和毛利润大幅增长, 毛利率水平大幅提升;
- 公司煤电一体化产业链逐步形成, 青春塔煤矿及铁路专用线的建设有助于提升公司电力销售业务原材料保障能力及进一步降低电厂用煤成本;
- 广深沿江高速在广东省高速公路网中具有重要地位, 车流量和通行费不断增长, 为公司带来相对稳定的经营性现金流入;
- 2018 年随着青春塔煤矿的投产, 以及公司下属阳西电厂 5、6 号机组即将投产, 投产后权益发电机组装机容量将增至 610 万千瓦, 公司整体营业收入和盈利能力将进一步提升。

关注

- 公司内蒙古朱家坪电厂在建项目未来投资金额较大, 面临一定资金压力;
- 公司受限资产规模大且占总资产比重很高, 资产整体流动性较弱;
- 公司期间费用占比较高, 利润总额中投资收益和政府补贴占比较高;
- 公司有息债务持续增长且规模较大, 部分债务将于 2019 年到期, 面临集中偿付压力。

主体概况

广东珠江投资管理集团有限公司（以下简称“珠江投管”或“公司”）主营业务为电力销售、煤炭供销和高速公路投资，控股股东为广东韩建控股有限公司（以下简称“韩建控股”），实际控制人为自然人朱一航。

公司前身为广东珠江科技发展有限公司（以下简称“珠江科技”），成立于2001年3月，初始注册资本为5000万元，由广东韩江建筑安装工程有限公司（以下简称“韩江建筑”）、广东华城置业有限公司、广东顺同实业有限公司、广东可曼德经济发展有限公司和广东新南方建筑工程有限公司以现金出资组建，出资比例分别为50.00%、35.00%、5.00%、5.00%和5.00%。经过多次股权变更及增资，截至2018年9月末，公司注册资本41.72亿元，广东韩建控股有限公司¹持有公司100%股权，自然人朱一航持有韩建控股99.00%的股权，为珠江投管的实际控制人。

公司阳西电厂是南方电网在广东省内的直调电厂，电力销售较有保障。2018年随着青春塔煤矿的投产，以及公司下属阳西电厂5、6号机组即将投产，投产后权益发电机组装机容量将增至610万千瓦，电力销售业务盈利能力进一步提升。同时，公司煤电一体化产业链逐步形成，青春塔煤矿及铁路专用线的建设，有助于提升公司电力销售业务原材料保障能力及进一步降低电厂用煤成本。此外，公司投资运营的广深沿江高速（广州-东莞段）在广东省高速公路网中具有重要地位，车流量和通行费收入持续增长，为公司带来相对稳定的经营性现金流入。

截至2018年9月末，公司（合并）资产总额477.34亿元，所有者权益147.34亿元，资产负债率69.13%。截至2017年末，纳入公司合并报表的子公司²共22家（具体子公司情况见附件三）。2017年和2018年1~9月，公司实现营业收入分别为61.06亿元和58.40亿元，利润总额分别为9.33亿元和9.41亿元。

宏观经济和政策环境

2018年前三季度宏观经济增长稳中趋缓，供需两侧均有所走弱

前三季度宏观经济运行稳中趋缓。据初步核算，1~9月国内生产总值650899亿元，同比增长6.7%，较上年同期回落0.2个百分点。其中，一季度同比增长6.8%，二季度同比增长6.7%，三季度同比增长6.5%，经济增速呈逐季放缓之势，但并未脱离年初制定的6.5%左右的目标范围。

工业生产增速回落，企业利润延续高增。1~9月全国规模以上工业增加值累计同比增速为6.4%，较上年同期下滑0.3个百分点，其中9月增速降至5.8%。主要原因是在总需求走弱背景下，企业生产扩张动力不足，其中汽车行业是主要拖累。前8个月规模以上工业企业利润同比大幅增长16.2%，与上半年基本持平，显示前期去产能效果体现，以及今年以来PPI保持较快增长。

固定资产投资增速下滑。1~9月固定资产投资累计同比增速为5.4%，较上年同期下滑2.1个百分点。其中，受地方政府隐性债务监管、PPP集中整顿、非标融

¹ 2015年6月，广东韩江建筑安装工程有限公司分立为韩江建筑和韩建控股，根据股东会决议，韩建控股承接韩江建筑所持有的珠江投管全部股权。

² 包括二级子公司、三级子公司和四级子公司。

资下滑等因素制约，1~9月基建投资增速下行至3.3%，较上年同期大幅下降16.5个百分点；房地产市场仍处高位运行，土地购置费用高增，带动1~9月房地产投资累计同比增长9.9%，明显高于整体投资增速；1~9月制造业投资累计同比增长8.7%，增速高于上年同期的4.2%，主因高新制造业投资支撑作用增强，去产能力度边际减弱，以及工业企业盈利改善。

消费对经济增长的拉动力增强。1~9月消费拉动GDP增长5.2个百分点，较上年同期提高0.7个百分点，主因居民服务消费和政府消费支出有所加快。前三季度社会消费品零售总额累计同比增长9.3%，增速较上年同期下滑1.1个百分点，主要受居民收入增速放缓，以及社零消费中不包括服务支出影响。在食品价格增速由负转正影响下，1~9月CPI累计同比上涨2.1%，涨幅较上年同期扩大0.6个百分点，仍处温和水平。

净出口拉动率转负。以人民币计价，1~9月我国出口额累计同比增长6.5%，进口额同比增长14.1%，分别较上年同期下滑5.5和8.2个百分点，贸易顺差同比大幅收窄28.6%。前三季度净出口对经济增长的拉动率由上年同期的0.2个百分点转为-0.7个百分点。

东方金诚预计，四季度GDP增速将保持在6.5%，全年GDP增速将为6.6%，略高于年初制定的6.5%的增长目标，同时经济增长结构将继续向服务业和消费驱动方向优化。四季度中美贸易摩擦的影响将有所体现，预计逆周期政策调节将会加力，宏观经济不存在“失速”可能。未来中美贸易摩擦仍存在较大变数，其对我国宏观经济产生的不确定性值得密切关注。

政策环境

M2和社融增速处于历史低位附近，“紧信用”状态凸显，货币政策向偏松方向微调

金融严监管制约货币供应量增速持续处于历史低点附近。9月末，广义货币(M2)余额同比增长8.3%，较上年同期下降0.7个百分点，主要源于金融去杠杆持续推进，影子银行体系的货币创造能力受到抑制。9月末，狭义货币(M1)余额同比增长4.0%，仍处近三年低点附近，表明当前企业经营活动和投资意愿趋弱，经济增长面临一定下行压力，且信用扩张面临困难，企业现金流较为紧张。

新增社会融资规模下降，“紧信用”状态凸显。1~9月新增社融累计153749亿，同比少增23212亿，显示当前信用环境整体收紧。主要原因是在金融严监管背景下，表外融资全面缩减，1~9月三项表外融资合计负增16849亿，同比多减46258亿，而表内信贷和债券市场对表外融资转移的承接能力有限。9月底社融存量同比增长10.6%，较上年同期下滑2.8个百分点，仍处历史低点附近。

今年以来央行通过4次降准、加大公开市场投放等政策工具，引导货币政策向中性偏松方向微调，市场流动性出现合理充裕局面。后期伴随经济增长下行压力加大，货币政策有可能进一步向偏松方向微调，这将带动存量社融、M2等金融数据反弹。但在监管层强调货币政策预调微调“要把握好度”的背景下，出现“大水漫灌”的可能性很低，四季度金融数据大幅拐头向上的概率不大。

减税降费带动财政收入增速“高开低走”，财政支出增速放缓；四季度降税效应进一步体现，财政政策将更为积极

1~9月财政收入累计同比增长8.7%，低于去年同期的9.7%，其中，税收收入同比增长12.7%，略高于去年同期的12.1%，非税收入同比下降12.8%。工业品价格增速较快，“营改增”后税收征管效率提升，是前期税收高增的主要原因。6月以来，随着增值税减税效应不断显现，财政收入增速持续放缓。1~9月财政支出累计同比增长7.5%，低于去年同期的11.4%，且明显低于同期财政收入增速，主因地方政府债务监管强化，PPP集中整顿，基建相关支出增速明显下滑。不过，7月以来监管层强调“积极的财政政策要更加积极”，随着相关政策落地，9月财政支出同比增速已明显加快至11.7%，年内上行拐点基本确立。

四季度积极财政政策将在减税和加大支出两方面有更为明显的体现。10月个人所得税减税措施落地，而此前增值税减税效果还将继续体现，“降费”措施也会继续推进。同时，7月底中央政治局会议再度强调扩大内需，首提“六个稳”，基建补短板是主要的政策发力点。预计四季度财政支出将呈现较快增长，从而为稳定当季宏观经济增速提供重要支撑。

综合来看，四季度货币政策和财政政策将为潜在的外部冲击提供缓冲空间，并继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

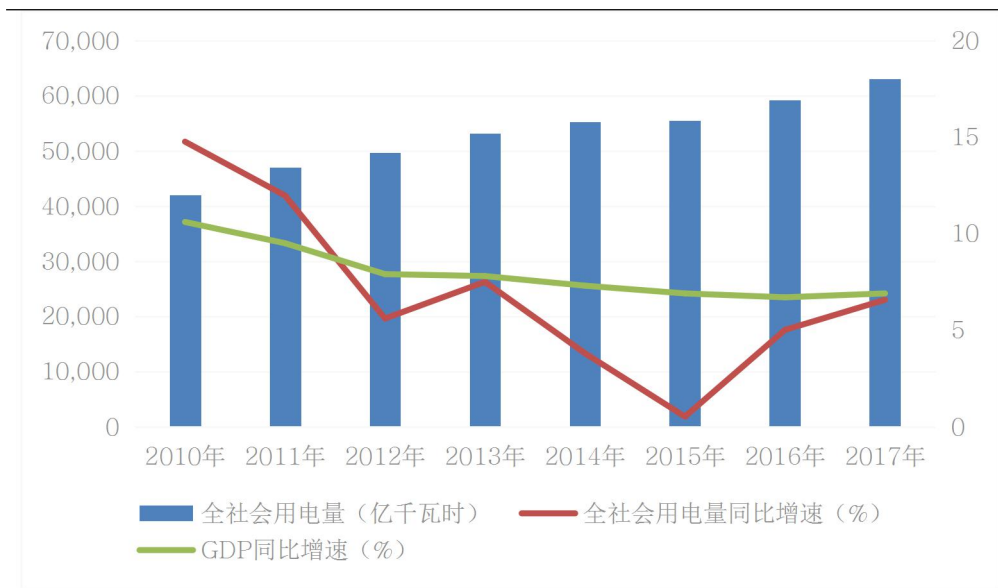
公司主营业务主要涉及电力和高速公路行业，业务经营区域以广东省为主。

电力行业

近年来，在工业用电增速回升、第三产业和城乡居民生活用电保持快速增长的带动下，全社会用电需求增速不断提高，机组利用小时有所回升

随着宏观经济逐步企稳，我国工业用电增速明显回升，同时第三产业和城乡居民生活用电保持快速增长，全社会用电量增速不断提高。2017年，我国全社会用电量为63077亿千瓦时，同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点。2018年1~10月，我国全社会用电量为56552.25亿千瓦时，同比增长8.69%。

图 1：我国 GDP 与用电量增长情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

截至 2017 年末，全国 6000 千瓦及以上电厂装机容量为 17.77 亿千瓦，同比增长 7.6%。其中，火电机组装机容量为 11.06 亿千瓦，同比增长 4.3%，电源结构以火电为主。从机组利用小时数来看，得益于用电需求增速回升，2017 年全国发电设备利用小时数由上年的 3785.00 小时小幅回升至 3785.78 小时，为近年来的首次增加。具体来看，除水电受来水量影响机组利用小时数同比减少 42.07 小时外，火电、核电和风电机组利用小时数分别增加 43.90 小时、65.94 小时和 206.01 小时。2018 年 1~10 月，全国发电设备平均利用小时数为 3209.00 小时，同比增长 3.22%。

2017 年，全国煤炭价格仍保持较高水平，全年平均价格同比大幅提高，但煤电标杆上网电价上调幅度有限，火电企业盈利空间进一步受到挤压

近年来，中央政府大力推进煤炭产业供给侧改革。随着宏观经济回暖、优质产能加速释放等影响，2017 年我国原煤产量为 35.2 亿吨，同比增长 3.3%。但是，我国化工、建材等高耗煤行业的复苏继续推高煤炭需求，煤炭市场供需处于“紧平衡”状态，价格维持高位震荡运行。2017 年，全国平均电煤价格指数为 515.99 元/吨，同比上涨 35.46%。2018 年 1~10 月，全国平均电煤价格指数为 533.01 元/吨。

电价方面，2017 年 6 月，国家发改委发布《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》（发改价格[2017]1152 号），自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金，并将国家重大水利工程建设资金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高煤电标杆上网电价。但此次电价上调幅度较小，对缓解煤价上涨压力作用有限。综合来看，随着煤炭价格大幅上涨，而煤电标杆上网电价的上调幅度有限，火电企业盈利空间进一步受到挤压。

随着电力市场化交易的不断推进，以及保障风电、核电等清洁能源优先上网政策的实施，以火电为主的企业未来将面临更大的市场竞争

《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发[2015]9 号）（以下简称“9 号文”）发布以来，全国各省级电网区域陆续放开公益性调节性以外的发用

电计划，并推动电力交易中心的设立和独立、规范运行。根据国家发改委等部门公开信息，2017 年，全国包括直接交易电量在内的市场化交易电量 1.63 万亿千瓦时，同比增长 45%，占全社会用电量的 26% 左右，为工商企业减少电费支出 603 亿元。

2017 年 4 月，国家发改委发布《关于有序放开发用电计划的通知》（发改运行[2017]294 号），鼓励发电企业与售电企业、用户及电网企业签订三方发购电协议，特别是中长期协议，逐步扩大市场化交易电量规模，加快电力体制改革；同时，要求各省级电网区域逐年减少既有煤电企业的计划电量，除公益性和调节性机组外，原则上不安排“9 号文”之后煤电新建项目的计划电量，而且签约交易电量亦不应超过当地年度煤电机组发电小时数最高上限。对于水电、核电等清洁能源机组，除按相关政策安排的优先发电计划外，也应积极参与电力市场交易。

总体来看，随着电力体制改革的逐步深入，未来电力企业的电力消纳途径将发生较大变化，特别是以火电为主的企业，将面临越来越大的市场竞争。

随着广东省经济的稳步增长，当地社会用电量呈增长态势；受电力需求回暖影响，广东省发电设备平均利用小时数有所增长

作为中国最先实行改革开放的地区，广东已成为我国人口最多、经济规模最大和经济综合竞争力最强的省份，在我国经济发展战略中具有重要的地位。2017 年，广东省实现地区生产总值 8.99 万亿元，同比增长 7.5%。在经济持续较快增长的带动下，近几年广东省对电力的需求较高，用电量呈增长态势。2017 年，广东省全社会用电量为全国第一，达 5959 亿千瓦时，占全国用电量的 9.45%，用电量同比增长 6.2%。2017 年，广东省实现发电量为 4407 亿千瓦时，电力供需缺口为 1552 亿千瓦时，主要依靠“西电东送”满足。整体来看，广东省存在较大的电力缺口，省内用电一定程度上依靠大规模外购电。

从装机规模来看，截至 2017 年末，广东省 6000 千瓦及以上发电机组装机容量为 10902 万千瓦，占全国总装机容量的 6.13%，装机规模居全国第二位³。广东省电源结构以火电为主，截至 2017 年末，火电机组占全省总装机 71.35%。受电力需求回暖影响，2017 年广东省发电设备平均利用小时数有所增长。2017 年广东省发电设备平均利用小时数为 4073 小时，同比增长 6.18%，高于全国平均水平 288 小时，其中火电设备平均利用小时数 4069 小时，同比增长 29.05%，低于全国平均水平 139 小时。

据南方电网及广东电网公司预计，2018 年广东省错峰负荷高达 30~500 万千瓦，明后两年供需缺口达 1000 万千瓦左右。但在产能方面，广东省积极推进淘汰落后产能工作，截至 2018 年 6 月，已取消了 3 个“上大压小”燃煤电厂项目共计 230 万千瓦，缓核缓建煤电项目 952 万千瓦，关停火电机组容量 193.5 万千瓦，累计腾出容量空间 1377.5 万千瓦，预计下一步将开展珠三角核心区共计 600 万千瓦现役燃煤电厂机组退役工作。

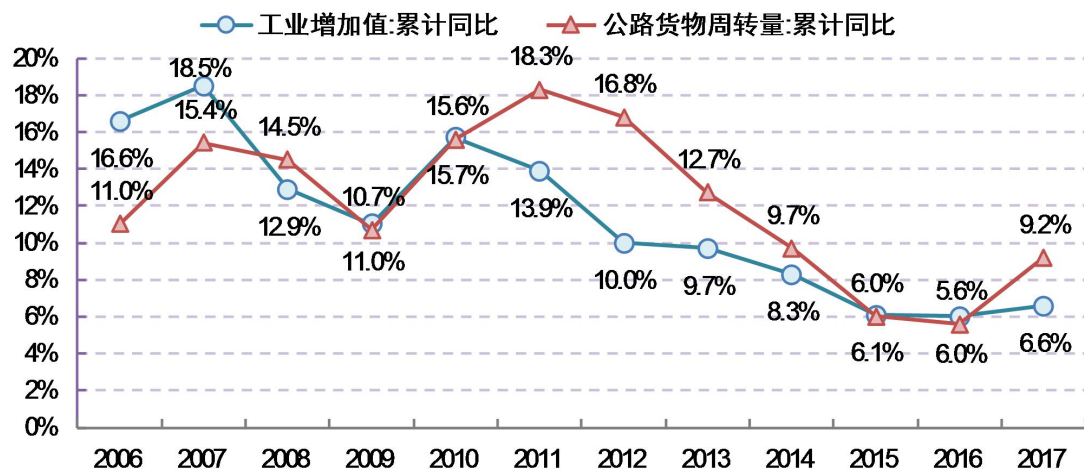
³ 截至 2017 年末，内蒙古 6000 千瓦及以上发电机组装机容量 11826 万千瓦，占全国总装机容量的 6.65%。

高速公路行业

2017 年以来宏观经济向好和治超限载推动高速公路货车流量增长；汽车保有量增长和旅游景气推动高速公路客车车流量继续增长，预计未来高速公路行业需求增速趋缓

2017 年全国 GDP 累计同比增长 6.9%，增速比 2016 年上升 0.2 个百分点，7 年来首次提速；同期工业增加值增速达到 6.6%，为近三年新高，受经济向好和工业复苏推动，公路货运周转量同比增长 9.2%，增速为近三年最高。2018 年 1~9 月全国 GDP 累计同比增长 6.7%，公路货运周转量同比增长 6.50%，增速有所放缓。

图 2：2006~2017 年工业增加值和公路货运周转量同比增长情况

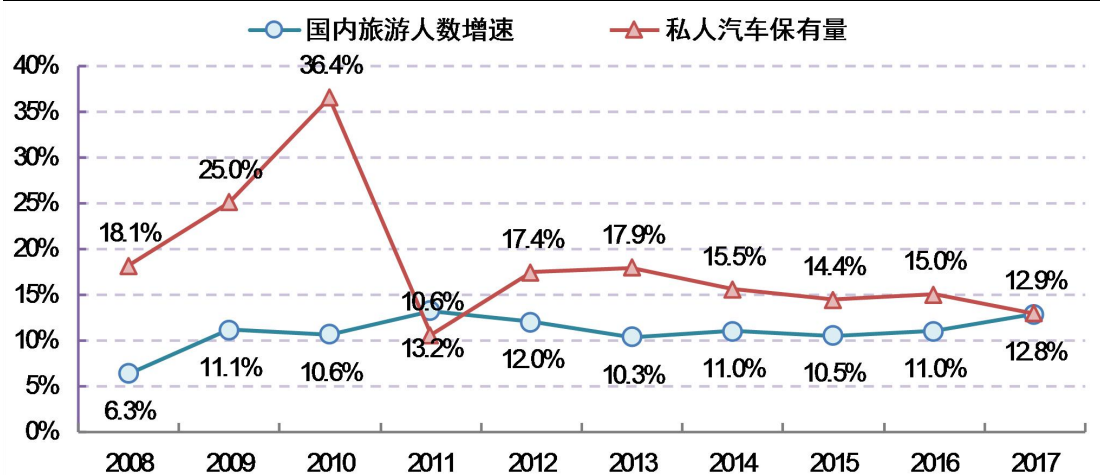


资料来源：Wind、交通运输部，东方金诚整理

2016 年 9 月 21 日，《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等一系列治超新政正式开始施行之后，货车超限得到进一步遏制，推动货车少拉多跑，进而提高高速公路货车车流量。2017 年在经济向好和全年实施治超限载推动下，全国 25 个省市高速公路货车流量约为 21 亿辆次，年日均货车流量为 579 万辆次，同比增长 16%，同比增长 2 个百分点，预计 2018 年治超限载将延续，但对货车流量增速的影响将逐渐被消化。

客运方面，高速公路客运通行以小客车为主，通行占比提升到 94%左右。2017 年高速公路小客车通行增长 14%以上，同比 2016 年的 16.5%略有下滑。近年来随着居民收入水平提升，私家车拥有量持续增长，客车高速公路通行呈现明显的旅游特征，在春节、春季、暑期、国庆等时节出现通行高峰。2017 年全国私人汽车保有量达到 1.87 亿辆，同比增长 13.6%，随着保有量增长和购置税优惠减半影响导致汽车销量增速下滑，保有量增速有所放缓；同期国内旅游人数达 50.01 亿人次，同比增长 12.8%，保持较高增速。

图 3：2008~2017 年国内旅游人数和私人汽车保有量同比增长情况



资料来源：Wind、国国家旅游局，东方金诚整理

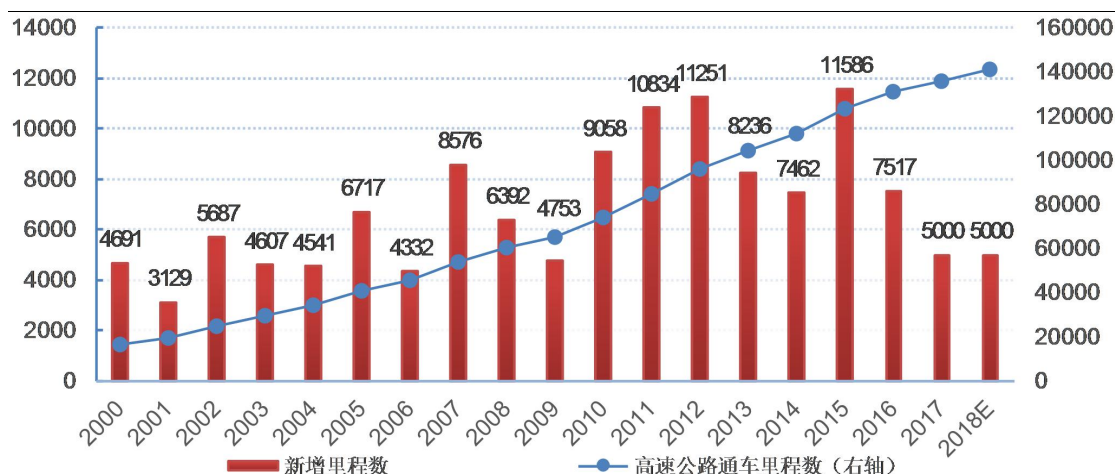
2018 年小排量购置税将恢复到 10% 的正常水平，同时由于 2017 年的销售高基数，2018 年国内汽车市场销售增速较低，汽车保有量增速继续放缓，受此影响高速公路小客车通行增速有所放缓。大中型客运方面，受私家车出行和高铁分流影响，以营运为主的大中型客运车流量增长停滞。

综合来看，推动 2017 年高速公路运输需求及车辆通行的主要因素在 2018 年都已减弱，2018 年高速公路汽车通行量继续增长，但增速有所放缓。

2017 年高速公路新增通车里程 5000 公里，为 2010 年以来最低；随着路网的完善和新建高速路的经济效益下滑，通车里程增速呈下降趋势

截至 2017 年末，我国高速公路通车里程达到 13.6 万公里，其中新增通车里程 5000 公里，同比减少 2517 公里，为 2010 年以来最低水平。随着路网的完善和新建高速路的经济效益下滑，预计未来高速公路通车里程增速持续放缓。

图 4：2000 年~2018E 年我国高速公路通车里程及新增里程



资料来源：Wind、交通运输部，东方金诚整理

随着“7918”国家高速公路网的基本建成以及高速公路对 20 万人口城市及地级行政中心近 97% 的覆盖，新建高速公路的难度日益加大，而经济效益逐渐下滑，投资回报周期不断增长，2013 年新通车高速公路平均约需 28 年回收建设成本，而

2016 年达到 38 年。

业务运营

经营概况

公司的收入和毛利润均主要来源于电力销售业务，公司营业收入总体有所增长，综合毛利率有所波动

公司主要从事电力销售、煤炭供销和高速公路运营等业务。从收入结构来看，电力销售业务是公司收入的主要来源。2015 年~2017 年，公司营业收入分别为 48.29 亿元、46.11 亿元和 61.06 亿元，其中电力销售业务占营业收入比重分别为 84.62%、84.88%和 66.16%，占比有所下降。2017 年，公司营业收入同比增加 32.41%，主要是煤炭供销业务和高速公路运营业务收入增加所致，但电力销售业务仍是公司收入的主要来源。公司其他业务主要系燃煤发电副产品的销售，收入占比较小。

表 1:2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电力销售	40.86	84.62	39.14	84.88	40.40	66.16	35.13	60.16
煤炭供销	6.87	14.23	6.24	13.53	10.30	16.87	15.76	26.98
高速公路运营	0.56	1.15	0.71	1.54	9.17	15.02	7.51	12.86
其他	-	-	0.02	0.04	1.19	1.95	-	-
合计	48.29	100.00	46.11	100.00	61.06	100.00	58.40	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

毛利润和毛利率方面，2015 年~2017 年公司业务毛利润分别为 18.15 亿元、13.87 亿元和 15.17 亿元，其中电力销售业务毛利润占比分别为 97.30%、97.04%和 42.06%，为公司毛利润的主要来源。2017 年公司业务毛利润同比增长 9.37%，主要来自高速公路运营业务毛利润的增长，电力销售业务受煤炭价格上涨影响毛利润同比下降 52.60%，2015 年~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 37.58%、30.07%和 24.85%，逐年下降，主要系电力销售业务毛利率下降所致。

表 2:2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司毛利润和毛利率构成情况

单位：亿元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
电力销售	17.66	43.21	13.46	34.39	6.38	15.80	6.15	17.50
煤炭供销	0.21	3.13	0.05	0.80	1.36	13.21	6.13	38.91
高速公路运营	0.28	49.94	0.34	47.89	6.24	68.04	5.13	68.22
其他	-	-	0.02	100.00	1.19	100.00	-	-
合计	18.15	37.58	13.87	30.07	15.17	24.85	17.40	29.80

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018年1~9月，公司实现营业收入58.40亿元，同比增长57.08%，主要是青春塔煤矿投产后煤炭供销业务收入增长所致；毛利润17.40亿元，同比增长209.06%，主要来自于煤炭供销业务毛利润的增长；毛利率29.80%，同比增加14.66个百分点，有所回升，主要系煤炭供销业务毛利率提升所致。

电力销售

公司电力销售业务的运营主体为全资子公司广东华夏电力发展有限公司（以下简称“华夏电力”）及其下属的阳西海滨电力发展有限公司（以下简称“阳西电厂”）。

公司阳西电厂是南方电网在广东省内的直调电厂，电力销售较有保障；2018年阳西电厂5、6号机组即将投产，投产后公司发电机组权益装机容量将增加至610万千瓦，电力销售业务盈利能力进一步提升

截至2018年9月末，华夏电力下属阳西电厂已投产的火电机组共4台，装机总容量2520MW（2×600MW、2×660MW）。其中1#号和2#号两台600MW的火电机组于2009年投产；3#号和4#号火电机组于2013年投产。同时阳西电厂5、6号机组已具备投产条件，预计将于2019年获得批复并投产发电。阳西电厂电力全部销售给广东电网公司，是南方电网在广东省内的直调电厂，电力销售较有保障。

阳西电厂5、6号机组是与上海电气集团股份有限公司（以下简称“上海电气”）共同研发的2×1240MW高效超超临界燃煤发电机组，是世界首台单机1240MW的机组，发电标煤耗为260g/度，低于市场平均水平，技术水平较高。该项目于2014年12月开工建设，建设初期由于未列入国家电力建设规划，于2016年10月停工，停工期间已安装设备腐蚀问题严重。为对机组的系统性保护，最大限度的减少设备腐蚀等带来的经济损失，2017年11月，广东省发改委批准阳西电厂5、6号机组获得保护性复工⁴。该项目已于2018年9月建设完成，并具备试运行条件，预计有望于2019年获得批复并投产发电。截至2018年9月末，该项目累计投资69.24亿元，资金主要来源于银行借款及自有资金。

截至本报告出具日，阳西电厂5、6号机组已经纳入广东省能源局发布的《2018年应急调峰储备电源项目》，考虑到广东省用电需求旺盛，阳西电厂5、6号机组将会执行较多的发电任务。在国家电力机组发展的大环境下，能耗比更低的超大容量机组将替代中小容量发电机组，阳西电厂5、6号机组作为国内首台2×124万千瓦时超超临界燃烧单机容量最大机组，未来将优先安排本地区下一年度投产计划。公司阳西电厂5、6号机组投产后公司发电机组权益装机容量将增加至610万千瓦（包含平海电厂110万千瓦装机容量⁵），预计年收入可增加38亿元，净利润增加9亿元，公司电力销售业务盈利能力将进一步提升。

2017年8月，内蒙古朱家坪电厂获得建设批复，未来建成投产后，公司装机容量将进一步提升，但在建电厂项目未来投资金额较大，面临一定资金压力

2017年8月，公司内蒙古华夏朱家坪电力发展有限公司2×660MW超超临界燃

⁴ 根据《广东省发展改革委关于茂名博贺电厂和阳西电厂5-6号机组建设有关问题的复函》（粤发改委电函【2017】5906号）开展保护性复工工作。

⁵ 平海电厂总装机容量200万千瓦，公司持股55%，因此公司持有平海电厂权益装机容量110万千瓦。

煤空冷机组（以下简称“内蒙古朱家坪电厂项目”）获得立项批复⁶。该项目属于国家解决华北地区大气污染的特高压电源点项目，通过蒙西特高压输电通道将电力直接输送到京津冀地区，市场需求较稳定。内蒙古朱家坪电厂距离青春塔煤矿 500 米，燃煤通过皮带运输可直送至电厂，煤炭运输成本较低。该项目已于 2017 年动工，计划总投资额约 53 亿元，其中项目资本金 10.60 亿元，其他为银行贷款，预计将于 2020 年实现投产，未来公司整体权益装机容量将进一步提升。该项目预计总投资额 53.13 亿元，截至 2018 年 9 月末，累计已投金额为 11.00 亿元，未来仍需投资 42.13 亿元。整体来看，公司内蒙古朱家坪电厂在建项目后续资金投入较大，面临一定资金压力。

近年来，受火电需求回暖影响，公司全年发电量、上网电量和发电机组利用小时数均持续上升，但受上网电价下调影响，公司电力销售收入有所波动

近年来受火电需求回暖影响，公司全年发电量、上网电量和发电机组利用小时数均继续上升。2015 年~2017 年，公司阳西电厂发电量分别为 104.86 亿千瓦时、107.04 亿千瓦时和 115.57 亿千瓦时；上网电量分别为 99.31 亿千瓦时、101.59 亿千瓦时和 109.76 亿千瓦时；发电机组平均利用小时数分别为 4161 小时、4248 小时和 4586 小时。2018 年 1~9 月，公司阳西电厂发电量为 96.56 亿千瓦时、上网电量 91.85 亿千瓦时、上网电量为 3645 小时。考虑到广东省电力供需矛盾比较突出，未来电力需求将持续增长，预计公司现有机组发电机组利用小时数将继续增长。

近年来，广东省地区平均上网电价不断下调。2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司平均上网电价分别为 0.481 元/千瓦时、0.446 元/千瓦时、0.429 元/千瓦时和 0.420 元/千瓦时。受上网电价下调影响，2015 年~2017 年，公司电力销售收入有所波动，分别为 40.86 亿元、39.14 亿元和 40.40 亿元。2018 年 1~9 月，公司电力销售收入 35.13 亿元。

表 3：2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月阳西电厂发电上网情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
发电量（亿千瓦时）	104.86	107.04	115.57	96.56
上网电量（亿千瓦时）	99.31	101.59	109.76	91.85
平均上网电价（元/千瓦时）	0.481	0.446	0.429	0.420
发电机组平均利用小时（小时）	4161	4248	4586	3645

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，由于主要原材料电煤市场价格持续增长，公司电力销售业务成本控制压力增加，同时受平均上网电价下调的影响，公司电力销售业务获利能力有所下降

2016 年以来，受电煤供给量缩减及下游需求回升影响，电煤市场价格持续回升，秦皇岛港动力煤(Q5000K)平仓价由 2016 年 1 月的 330.00 元/吨上涨到 2018 年 5 月的 620.00 元/吨左右，公司火力发电业务成本压力加大。2015 年~2017 年

⁶ 《内蒙古自治区发展和改革委员会关于内蒙古华夏朱家坪电力发展有限公司新建机组工程项目核准的批复》（内发改能源字【2017】1041 号）。

及 2018 年 1~9 月，公司煤炭平均采购价格分别为 391.17 元/吨、432.48 元/吨、553.72 元/吨和 583.79 元/吨；火电单位发电成本分别为 0.221 元/千瓦时、0.240 元/千瓦时、0.294 元/千瓦时和 0.300 元/千瓦时，均逐年增长。

表 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司电力销售业务煤炭消耗情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
煤炭采购总量（万吨）	605.09	544.33	647.68	567.22
煤炭内销销售量（万吨）	449.75	429.61	468.99	420.08
煤炭采购均价（元/吨）	391.17	432.48	553.72	583.79
供电标准煤耗（克/千瓦时）	315.81	315.18	314.38	311.97
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.221	0.240	0.294	0.300

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年来，受平均上网电价下调以及电煤市场价格的持续增长的影响，公司电力销售业务毛利润和毛利率均不断下降。2015 年~2017 年，公司电力销售业务毛利润分别为 17.66 亿元、13.46 亿元和 6.38 亿元；电力销售业务毛利率分别为 43.21%、34.39%和 15.80%，电力销售业务获利能力不断下降。2018 年 1~9 月，虽然煤炭采购均价继续上涨，但公司电力销售业务供电标准煤耗有所减少，公司电力销售业务毛利率回升至 17.50%，毛利润为 6.13 亿元。

煤炭供销

煤炭供销业务的运营主体为子公司华夏能源及其下属的广东珠投电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）和内蒙古珠江投资有限公司（以下简称“珠江投资公司”）。

公司与煤炭供应商保持长期供销关系，电力燃料供应稳定性较好，受益于煤价上涨及青春塔煤矿投产，2017 年以来公司煤炭供销业务收入和毛利润大幅增长，毛利率水平大幅提升

为保障燃煤供应，公司于 2008 年 3 月组建了燃料公司，负责阳西电厂所需煤炭的采购。燃料公司已分别与神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司和内蒙古伊泰集团有限公司等签订长期供煤协议，形成战略合作伙伴，上述三家煤炭企业合计占总采购量的 90%以上，为公司下属电厂稳定发电提供了保障。公司采购的煤炭，除供应自有电厂之外，还有少量煤炭外销，主要销售对象为公司参股的广东惠州平海发电厂有限公司（以下简称“平海电厂”）。2017 年公司采购电煤中自用和外销比例约为 78%和 22%。

此外，公司子公司珠江投资公司投资建设了青春塔煤矿及矿区铁路专用线、罐子沟集运站等项目。该项目于 2011 年 9 月开工建设，截至 2018 年 9 月末，该项目已投资 51.88 亿元，未来还计划投资 12.99 亿元用于铁路专用线建设，公司存在一定融资压力。青春塔煤矿位于鄂尔多斯市准格尔矿区南部，可控储量为 9.18 亿吨，可采储量为 5.83 亿吨，核定生产能力 600 吨/年⁷。青春塔煤矿已于 2017 年 8 月进入试生产阶段，日均生产原煤 1.7 万吨。铁路专用线及罐子沟集运站预计于 2019 年 3 月建成投产，投产后煤炭运销能力将达到 2000 万吨/年。当青春塔自产煤外销

⁷ 公司已提交煤炭产能核增申请，2019 年青春塔煤矿产能将提升至 1000 万吨。

煤价高于市场采购价时，公司电厂直接从市场采购煤炭，青春塔自产煤就地销售。

2015 年~2017 年，公司煤炭外销量分别为 155.34 万吨、114.72 万吨和 178.68 万吨，主要受平海电厂发电量的影响。2017 年公司煤炭外销量同比增加 55.75%，主要是受火电需求回暖影响，平海电厂发电量增加，煤炭需求量增加。2015 年~2017 年，公司煤炭外销均价持续上涨，分别为 455.00 元/吨、482.51 元/吨和 621.84 元/吨；公司煤炭供销业务收入总体有所增长，分别为 6.87 亿元、6.24 亿元和 10.30 亿元，其中 2017 年增长显著；煤炭供销业务毛利润分别为 0.21 亿元、0.05 亿元和 1.36 亿元；该业务毛利率分别为 3.13%、0.80%和 13.21%。2017 年由于煤炭外销价格的大幅提升以及青春塔煤矿的投产，公司煤炭供销业务毛利润和毛利率均大幅增长，该业务获利能力大幅提升。

表 5：2015 年~2017 及 2018 年 1~9 月公司煤炭外销情况

单位：万吨、元/吨

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
煤炭外销量	155.34	114.72	178.68	147.14 ⁸
煤炭外销均价	455.00	482.51	621.84	600.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 1~9 月，青春塔煤矿煤炭累计销量 313.42 万吨，累计实现营业收入 8.18 亿元，净利润 4.22 亿元。受青春塔煤矿投产以及煤价持续上涨的影响，2018 年以来公司煤炭供销业务收入和毛利润均大幅增长。2018 年 1~9 月，公司煤炭供销业务收入为 15.76 亿元，毛利润为 6.13 亿元，毛利率大幅增加至 38.91%，业务获利能力大幅提升。

公司煤电一体化产业链逐步形成，青春塔煤矿及铁路专用线的建设，有助于提升公司电力销售业务原材料保障能力及进一步降低电厂用煤成本

公司通过直接投资青春塔煤矿及矿区铁路专用线等项目，并通过参股准朔铁路、曹妃甸煤码头等项目，形成煤矿、运输线路、港口、电厂的一体化产业链。

铁路专用线与准朔线铁路接轨，依托准朔铁路、大秦铁路，为青春塔煤矿及准格尔旗中南部区域煤炭外运提供运输保障。青春塔煤矿及附近煤矿所生产的煤炭能够通过该铁路和港口等输送到电厂，预计可节约公司电厂燃煤运费 40 元/吨。综合来看，青春塔煤矿及铁路专用线将为公司电厂提供稳定的燃料供应和运输渠道，进一步降低电厂用煤成本。

当煤炭价格低迷时，公司电厂可采用罐子沟集运站、曹妃甸煤码头以及自身的仓储能力采购低价煤炭作为储备；当煤炭价格高企时，青春塔煤矿自产煤通过罐子沟集运站发至公司电厂用作发电；当煤炭供不应求时，公司通过罐子沟集运站的优势，采购周边煤炭资源，调运至公司电厂，保障生产用煤。煤电一体化产业链的形成一方面保障了公司电厂原材料供应的稳定性，另一方面有助于抵御煤炭、货运市场波动风险，提升公司整体抗风险能力。

⁸ 未包含青春塔煤矿煤炭销量。

高速公路运营

公司投资运营的广深沿江高速（广州-东莞段）在广东省高速公路网中具有重要地位，车流量和通行费收入持续增长，该业务为公司带来相对稳定的经营性现金流入

公司高速公路业务的运营主体主要为子公司广东珠江公路桥梁投资有限公司（以下简称“珠江公路”）下属的广东广深沿江高速公路有限公司（以下简称“广深沿江高速公司”）和惠州广惠东延线高速公路有限公司（以下简称“广惠东高速公路”）。目前运营的高速公路为广深沿江高速（广州-东莞段）和广惠东高速公路（凌坑-赤沙段）。

表 6：截至 2018 年 9 月末公司投资建设的高速公路情况

单位：公里、年

公路名称	路段起止点	运营里程	收费年限	通车情况
广深沿江高速 (广州-东莞段)	广州—东莞	59.70	25	已于 2013 年 12 月 28 日 全线通车
广惠东高速公路	凌坑-赤沙段	17.45	25	已于 2015 年 2 月通车

资料来源：公司提供，东方金诚整理

广深沿江高速起于广州市黄埔区，经东莞市，终于深圳市南山区，全长约 89.00 公里，该高速分为广州-东莞段和东莞-深圳段。其中广州-东莞段 59.70 公里由公司负责修建，并于 2013 年 12 月实现全线通车。2017 年，广深沿江高速（广州-东莞段）车流量为 4699 万辆次，同比增长 15.85%；通行费收入为 7.93 亿元，同比增长 14.60%。2018 年 1~9 月，广深沿江高速（广州-东莞段）车流量为 3943 万辆次，通行费收入为 6.39 亿元。

广深沿江高速经过三年试运营期后，2017 年转入正式运营阶段，通行费收入纳入合并报表营业收入⁹，但由于起点段互联互通尚不完善，该路段仍未进行竣工决算。2017 年 12 月起，广深沿江深圳段实施货车五折优惠方案，将有利于广深沿江车流量进一步提升。随着该公路出入口设施及高速配套连接公路的建设完成，预计未来车流量和通行费将逐步提升。

广惠东高速公路与广惠高速相连，起于惠州市惠东县凌坑村，止于赤沙段，全长约 17.45 公里，已于 2015 年 2 月通车运营。广惠东高速为该地区唯一高速，建成后将连接惠州港区与惠州市、广州市，对带动当地地区经济发展，完善广东省内路网建设起着重要作用。2017 年，广惠东高速公路车流量为 538 万辆次，同比增长 28.40%；通行费收入为 0.87 亿元，同比增长 22.33%。2018 年 1~9 月，广惠东高速公路车流量为 528 万辆次，通行费收入为 0.87 亿元。

⁹ 2013 年 12 月广深沿江高速公路全线通车时，起点段互联互通尚不完善。根据《公路工程竣（交）工验收办法》（2004 年 3 月 15 交通部令 3 号）第十四条，“公路工程各合同段验收合格后，质量监督机构应向交通主管部门提交项目的检测报告。交通主管部门在 15 天内未对备案的项目交工验收报告提出异议，项目法人可开放交通进入试运营期。试运营期不得超过 3 年。”

表 7：2015 年～2017 年及 2018 年 1～9 月高速公路运营情况

单位：万元、万辆次

高速公路名称	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1～9 月	
	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量	通行费	车流量
广深沿江高速公路（广州-东莞段）	55654	3076	69211	4056	79342	4699	63859	3943
广惠东高速公路	5512	287	7131	419	8723	538	8690	528

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年～2017 年，公司高速公路运营业务收入分别为 0.56 亿元、0.71 亿元和 9.17 亿元；该业务毛利润分别为 0.28 亿元、0.34 亿元和 6.24 亿元；该业务毛利率分别为 49.94%、47.89 亿元和 68.04%。2017 年公司高速公路运营业务收入和毛利润均大幅增长，主要是广深沿江高速（广州-东莞段）通行费收入纳入高速公路运营业务所致。2018 年 1～9 月，公司高速公路运营业务收入 7.51 亿元，毛利润 5.13 亿元，毛利率 68.22%，保持较高的毛利率水平，为公司带来相对稳定的经营性现金流入。

企业管理

产权结构

截至 2018 年 9 月末，公司注册资本 41.72 亿元，韩建控股持有公司 100%股权，为公司控股股东；自然人朱一航持有韩建控股 99.00%的股权，为公司实际控制人。

法人治理结构与内部管理

公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议，公司董事会由 5 名董事组成，董事任期 3 年。监事会由 3 名监事组成，其中 2 名由股东会选举产生，1 名由职工代表担任，任期 3 年。公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。

公司总部下设生产运营管理、投资经营管理、投资开发、财务与投资管理 and 人力资源管理 5 个职能中心负责具体经营管理工作，各中心根据分工又下设 2 到 4 个部门。各中心和职能部门职责分工明确，机构设置和职能分工符合内部控制的要求。

决策体系方面，为了严格控制公司运作过程中的内部风险问题，公司建立了三级决策体系。项目公司、公司总部、风控委员会三级决策机构形成了明确、合理、高效的决策分工。在生产经营和战略管理方面，相关计划和目标由公司决策机构制定，并通过“两书三控”管理体系来确保落实公司整体战略规划目标。财务管理制度方面，公司制定了全面预算管理制度，每年根据风控委员会下达目标编制年度费用预算，并在报销系统中严格对预算费用进行总额控制，超过预算的付款将不予审核通过。在年度经营过程中，公司每月会对财务情况进行分析，并召开月度经营分析会议，及时了解财务经营状况。

发展战略

公司现已形成了“以电力板块为核心基础，能源、路桥为重点发展方向”的发展格局，未来将持续投资高速公路、电厂、青春塔煤矿及铁路专用线项目，参股淮南铁路、曹妃甸港口等，以进一步实现“煤电路一体化”的全产业链发展目标。

财务分析

财务质量

公司提供了 2015 年~2017 年合并财务报告和 2018 年 1~9 月合并财务报表。中喜会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2015 年~2017 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~9 月财务报表未经审计。

截至 2017 年末，纳入公司合并财务报表范围的子公司共 22 家。

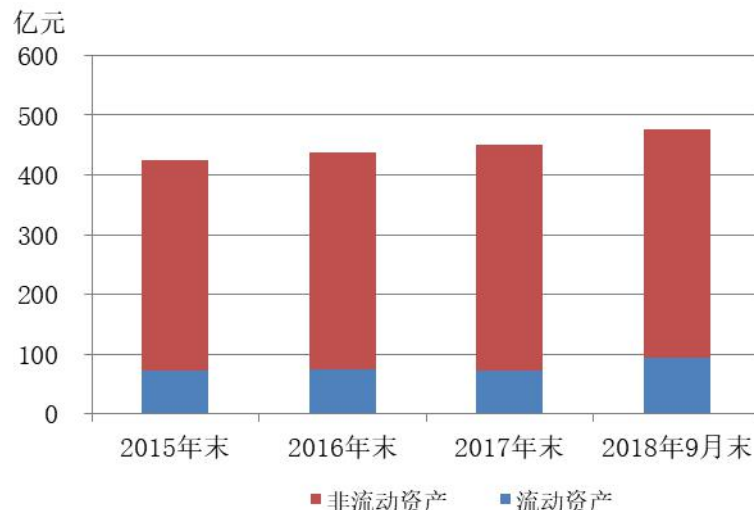
资产构成与资产质量

公司资产规模保持增长，资产结构以无形资产、固定资产、在建工程等非流动资产为主，受限资产规模大且占比很高，资产整体流动性较弱

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额为 477.34 亿元，其中，流动资产和非流动资产占比分别为 19.48%和 80.52%。

2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 425.22 亿元、436.84 亿元和 449.75 亿元，非流动资产占比分别为 82.92%、82.75%和 83.73%，资产构成以非流动资产为主。

图 5：2015 年~2017 年末及 2018 年 9 月末公司资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

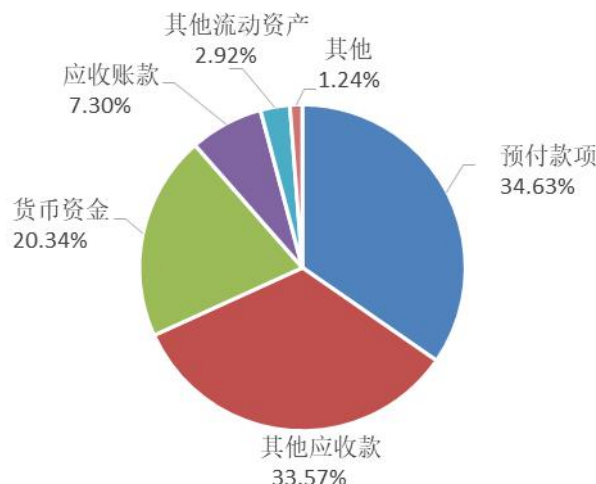
1. 流动资产

截至 2018 年 9 月末，公司流动资产合计为 92.98 亿元，主要来自于货币资金的增长，其中，货币资金、其他应收款、预付款项和应收账款占当期流动资产的比重分别为 38.00%、27.99%、25.88%和 4.49%。

2015 年~2017 年末，公司流动资产有所波动，分别为 72.62 亿元、75.36 亿

元和 73.17 亿元。截至 2017 年末，公司流动资产主要由预付款项、其他应收款、货币资金、应收账款和其他流动资产构成，占比分别为 34.63%、33.57%、20.34%、7.30%和 2.92%。

图 6：2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年末，公司预付款项期末余额分别为 5.07 亿元、23.88 亿元、25.34 亿元，主要系预付工程款，随着在建工程的进展和结算，预付款项规模逐年增长，账龄集中在 1 年以上。2017 年末，公司预付款项较 2016 年末增加 6.10%，主要为预付上海电气阳西电厂 5、6 号机组工程设备款和预付煤款，其中，公司预付款项账龄在 1 年以内的占比为 36.98%；1 年以上的占比 63.02%。2018 年 9 月末，公司预付款项为 24.06 亿元，与 2017 年末相比略有减少。

2015 年~2017 年末，公司其他应收款期末余额分别为 28.26 亿元、21.77 亿元和 24.56 亿元，主要为关联方往来款、应收工程款和尚未收到的项目政府补贴款。2017 年末，公司其他应收款较 2016 年末增加 12.81%，主要为关联方往来款。截至 2017 年末公司其他应收款前 5 名对象情况详见下表。2018 年 9 月末，公司其他应收款为 26.02 亿元，较 2017 年末增长 5.94%。公司其他应收款占比较高，存在一定资金占用风险；但主要为关联方往来款，账款不能回收的风险较小。

表 8：截至 2017 年末公司其他应收款前 5 名对象情况

单位：亿元、%

其他应收款对象	金额	占比	账龄	与公司关系	款项性质
广东韩江工程总承包有限公司	8.10	32.98	一年以内	关联方	往来款 ¹⁰
广东韩建控股有限公司	4.14	16.86	一年以上	关联方	往来款 ¹¹
广东盈信信息投资有限公司	0.28	1.14	一年以上	关联方	往来款
广州华城置业有限公司	0.18	0.71	一年以上	关联方	往来款
内蒙古珠江房地产开发有限公司	0.05	0.22	一年以上	关联方	往来款
合计	12.76	51.91	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

¹⁰ 主要为对股东其他参股企业的短期投资款。

¹¹ 主要为对股东其他参股企业的短期投资款。

2015 年~2017 年末，公司货币资金期末余额分别为 32.84 亿元、20.59 亿元和 14.88 亿元，逐年减少，主要是由于公司提高资金周转率，控制日均余额所致。2017 年，公司货币资金期末余额较 2016 年末减少 27.72%，其中，银行存款和其他货币资金分别占当期货币资金的比例分别为 26.95%和 72.85%，其他货币资金全部为银行承兑汇票保证金。2017 年末，公司受限货币资金 10.60 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。2018 年 9 月末，公司货币资金期末余额为 35.33 亿元，较 2017 年末增长 137.43%，主要系银行存款所致。

2015 年~2017 年末，公司应收账款账面价值分别为 4.67 亿元、5.60 亿元和 5.35 亿元，主要是电费收入跨月递延所产生的应收广东电网公司购电款，账龄集中在 1 年以内；应收账款周转率分别为 9.57 次、8.98 次和 11.16 次。2018 年 9 月末，公司应收账款账面价值为 4.18 亿元。

2. 非流动资产

2018 年 9 月末，公司非流动资产合计为 384.35 亿元，其中无形资产、固定资产、在建工程、可供出售金融资产和长期股权投资占非流动资产的比重分别为 43.95%、27.13%/17.40%、5.88%和 5.61%。

2015 年~2017 年末，公司非流动资产逐年增加，分别为 352.60 亿元、361.48 亿元和 376.57 亿元。2017 年末，公司非流动资产主要以无形资产、固定资产和在建工程为主，占比分别为 45.13%、28.43%和 14.63%，合计占比 88.19%。

2015 年~2017 年末，公司无形资产账面价值分别为 169.93 亿元、169.26 亿元和 169.94 亿元，保持稳定，主要是高速公路收费权。2018 年 9 月末，公司无形资产账面价值 168.91 亿元。

公司固定资产主要是机器设备。2015 年~2017 年末，公司固定资产账面价值分别为 89.10 亿元、86.91 亿元和 107.06 亿元。2017 年末公司固定资产同比增长 23.18%，主要是青春塔煤矿投产后房屋及构筑物转固所致。2018 年 9 月末，公司固定资产账面价值 104.29 亿元，与 2017 年末相比变化不大。预计公司阳西电厂 5、6 号机组将于 2019 年投产，投产转固后公司固定资产账面价值将大幅增长。

2015 年~2017 年末，公司在建工程账面价值分别为 47.97 亿元、61.98 亿元和 55.10 亿元，有所波动。2017 年末公司在建工程账面价值同比减少 11.11%，主要以阳江电厂 5#和 6#号机组、铁路专用线、青春塔煤矿及朱家坪电厂等在建项目为主。2018 年 9 月末，公司在建工程账面价值 66.87 亿元，较 2017 年末增长 21.37%，主要是阳西电厂 5、6 号机组获得保护性复工后公司对该项目增加投资额所致。截至本报告出具日，公司阳西电厂 5、6 号机组建设工程已基本完工，具备投产条件，预计将于 2019 年获得批复并投产转固。

公司长期股权投资主要是对广惠高速和平海电厂的股权投资，近年来有所波动，2015 年~2017 年末分别为 22.02 亿元、20.57 亿元和 20.87 亿元；同期末，公司可供出售金融资产均为 22.59 亿元，主要是对广州农村商业银行股份有限公司、国投曹妃甸港口有限公司和准朔铁路有限责任公司的股权投资。

从公司资产受限情况来看，截至 2018 年 9 月末，公司受限资产账面价值总计 356.81 亿元，占公司总资产比重为 74.75%，是净资产的 2.42 倍。由于公司涉及行业所投资均为大型火力发电厂、煤矿和高速公路类项目，需要通过抵质押方式取得

较大规模的借款，因此受限资产相对较大。抵质押物主要包括子公司部分股权、电厂机组设备、高速公路收费权、采矿权和银行承兑汇票保证金等。

表 9：截至 2018 年 9 月末公司受限资产情况

单位：亿元、%

资产科目	受限资产金额	受限原因
无形资产	169.24	借款抵押
子公司股权	80.94	借款抵押、股权融资
固定资产	51.34	借款抵押
货币资金	27.35	贷款保证金
长期股权投资	24.36	股权融资、流贷担保
可供出售金融资产	3.58	股权融资
合计	356.81	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受益于经营积累，公司所有者权益持续增长，少数股东权益和未分配利润占比较高

2018 年 9 月末，公司所有者权益 147.34 亿元，其中未分配利润、实收资本和少数股东权益占比分别为 46.89%、28.32%和 22.08%。

2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 130.97 亿元、140.05 亿元和 143.30 亿元，逐年增长，所有者权益的增加主要是未分配利润的增长所致。同期末，公司未分配利润分别为 46.02 亿元、53.84 亿元和 61.62 亿元，逐年增长；实收资本均为 41.72 亿元，保持不变；少数股东权益分别为 40.40 亿元、41.00 亿元和 36.46 亿元，有所波动。

公司有息债务持续增长且规模较大，债务结构以长期有息债务为主，部分债务将于 2019 年到期，面临集中偿付压力

2018 年 9 月末，公司负债总额 330.00 亿元，其中非流动负债占比 58.52%，负债结构以非流动负债为主。

2015 年~2017 年末，公司负债总额分别为 294.24 亿元、296.79 亿元和 306.45 亿元。其中，公司非流动负债分别为 192.73 亿元、196.91 亿元和 196.58 亿元，占比分别为 65.50%、66.35%和 64.15%。

1. 流动负债

截至 2018 年 9 月末，公司流动负债 136.87 亿元，其中短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付账款和其他应付款占比分别为 53.27%、16.72%、15.14%、9.96%和 2.05%。

2015 年~2017 年末公司流动负债有所波动，截至 2017 年末，公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他流动负债构成，合计占流动负债的比重为 94.78%。

2015 年~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司短期借款分别为 51.18 亿元、49.89 亿元、56.18 亿元和 72.92 亿元，主要为信用借款和保证借款。2017 年以来，公司

短期借款不断增长（2017 年末较 2016 年末增长 12.60%、2018 年 9 月末较 2017 年末增长 29.80%），主要是由于电厂煤炭采购量和采购价格增长，公司增加借款补充流动资金。

公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款和一年内到期的融资租赁款，2015 年~2017 年末分别为 17.10 亿元、28.40 亿元和 25.22 亿元，有所波动。2017 年末，公司一年内到期的非流动负债较 2016 年末减少 11.19%，主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款。2018 年 9 月末，公司一年内到期的非流动负债为 22.89 亿元。

公司应付账款主要包括高速公路建设工程款、电煤原料货款和应付电厂设备款等，受下游市场状况及款项结算影响有所增加，2015 年~2017 年末分别为 10.57 亿元、12.63 亿元和 13.52 亿元。2018 年 6 月末，公司应付账款为 13.64 亿元。

2015 年~2017 年末，公司其他流动负债分别为 0.00 亿元、4.04 亿元和 9.22 亿元，主要为短期应付债券。2018 年 9 月末，公司其他流动负债为 20.73 亿元，较 2017 年末增长 124.84%，主要包括一年内到期的应付债券和短期融资券。

2. 非流动负债

2018 年 9 月末，公司非流动负债 193.13 亿元，主要由长期借款和长期应付款构成，分别占比 95.62%和 3.36%。

2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 192.73 亿元、196.91 亿元和 196.58 亿元。截至 2017 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，占非流动负债的比重分别为 87.70%、8.98%和 2.29%。

2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 185.99 亿元、159.49 亿元和 172.40 亿元，主要以阳西电厂、广深沿江高速、广惠东延线及青春塔选煤厂等项目贷款为主，项目前期投入较大，贷款期限较长。2018 年 9 月末，公司长期借款为 184.66 亿元。从贷款期限来看，项目贷款的平均期限为 16 年，项目贷款的期限结构较为合理，符合电厂和高速公路投资回收期较长的特点。

2016 年~2017 年末，公司应付债券分别为 28.88 亿元和 17.65 亿元。公司于 2016 年 4 月、9 月和 10 月分别发行 10 亿元公司债券、5 亿元私募债以及 14 亿元私募债券。2017 年末，公司应付债券较 2016 年末减少 38.89%，主要是由于投资者对于 2016 年非公开发行的公司债（第二期）行使债券回售权，公司回购债券 8.30 亿元所致。截至 2018 年 9 月末，公司应付债券减少为零，主要是公司所发行债券到期期限不满一年转入其他流动负债所致。

公司长期应付款主要是阳西电厂的固定资产融资租赁款，2015 年~2017 年末，分别为 6.74 亿元、6.42 亿元和 4.49 元，不断下降。2018 年 9 月末，公司长期应付款为 6.49 亿元，较 2017 年末增长 44.58%。

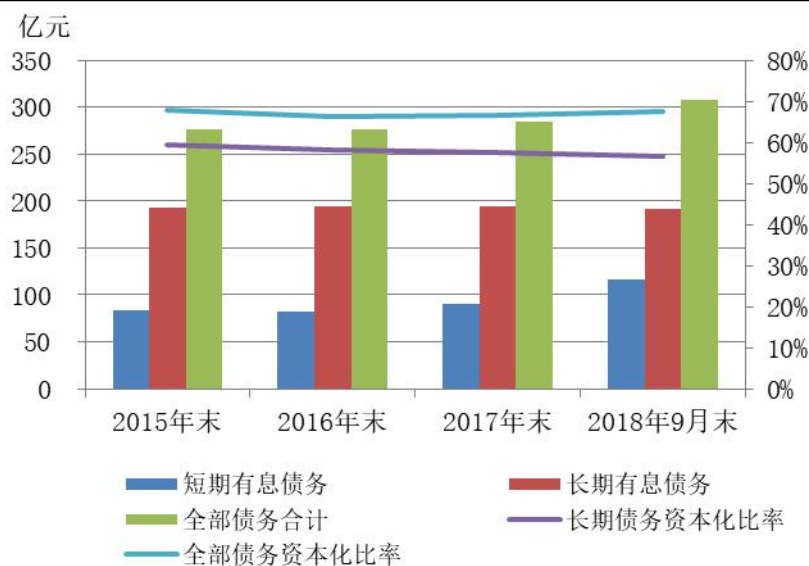
3. 有息债务

公司债务规模较大，2015 年~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司全部债务分别为 276.34 亿元、277.13 亿元、285.18 亿元和 307.69 亿元，持续增长，其中长期有息债务占比分别为 69.74%、70.29%、68.22%和 62.13%，债务结构以长期有息债务为主，占比波动下降。

同期末，公司资产负债率分别为 69.20%、67.94%、68.14%和 69.13%，资产负

债率水平较高；全部债务资本化比率分别为 67.84%、66.43%、66.56%和 67.62%，整体相对稳定。

图 7:2015 年~2017 年末及 2018 年 9 月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务期限结构方面，以公司 2018 年 9 月末债务为基础，公司将于 2019 年出现偿债高峰，2019 年公司需偿还的有息债务余额为 90.19 亿元，短期内面临一定集中偿付压力。

表 10: 截至 2018 年 9 月末公司有息债务期限结构

单位：亿元

债务到期时间	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	其他流动负债	长期应付款	合计
2018 年 10~12 月	17.98	-	10.88	-	5.70	-	34.57
2019 年	54.92	-	12.01	7.50	15.00	0.76	90.19
2020 年	-	-	-	35.67	-	2.53	38.20
2021 年	-	-	-	22.10	-	1.54	23.63
2022 年以后	-	-	-	119.40	-	1.67	121.07
合计	73.90	-	22.89	184.66	20.70	6.49	307.69

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

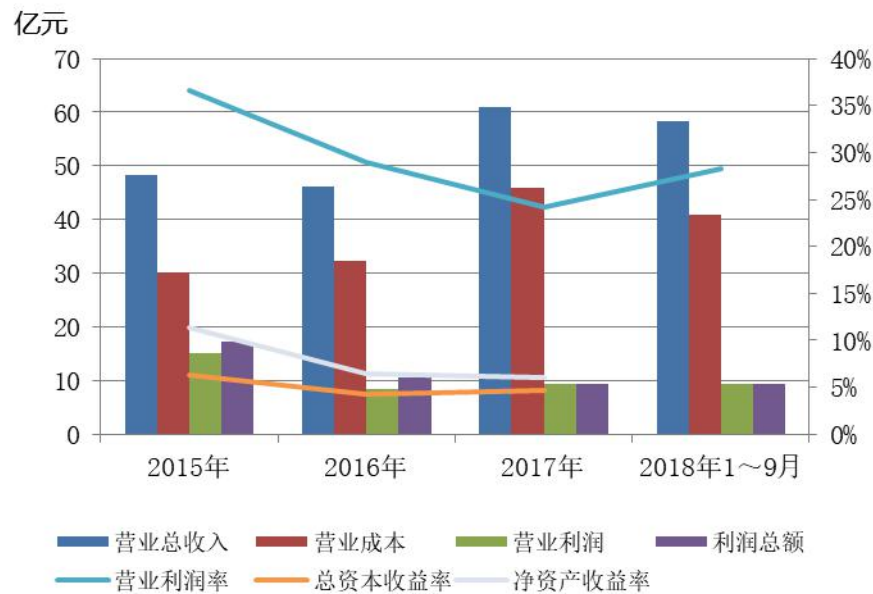
截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保。

盈利能力

公司营业收入总体有所增长，营业利润率有所波动，期间费用占比较高，利润总额中投资收益和政府补助占比较高；未来随着阳西电厂 5、6 机组的投产，公司整体营业收入和盈利能力将进一步提升

2015 年~2017 年，公司营业收入分别为 48.29 亿元、46.11 亿元和 61.06 亿元，总体有所增长；营业利润率分别为 36.55%、28.96%和 24.15%，有所下降，主要是由于受到煤炭价格上涨影响，电力销售业务毛利率下降所致。

图 8：2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司期间费用分别为 10.14 亿元、9.80 亿元和 12.90 亿元；占营业收入比例分别为 21.00%、21.26%和 21.12%。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，无销售费用，主要是由于公司下游客户主要为广东电网公司，电力直接上网，销售费用直接在管理费用中进行核算。公司财务费用占比较大，主要是由于公司项目建设资金需求较大，随着全部债务规模的增长，利息支出逐年上升，一定程度影响了公司的利润水平。2017 年，公司财务费用较 2016 年增长 31.40%，主要是由于 2017 年铁路专用线、朱家坪电厂、广深沿江高速等项目建设，公司扩大融资规模，长期借款大幅增加，叠加贷款利率的上涨所致。公司以财务费用为主的期间费用有所增长且规模较大，对利润空间有所挤占。

表 11：2015 年~2017 年及 2018 年 1~9 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
销售费用	-	-	-	-
管理费用	1.26	1.11	1.47	1.35
财务费用	8.88	8.69	11.42	10.52
期间费用合计	10.14	9.80	12.90	11.86
期间费用占营业收入比重	21.00	21.26	21.12	20.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司投资收益主要是来自于对广东惠州平海发电厂有限公司（以下简称“平海电厂”）和广东广惠高速公路有限公司（以下简称“广惠高速”）的投资，对公司利润贡献较大。2015 年~2017 年，公司投资收益分别为 7.62 亿元、4.83 亿元和 5.53 亿元。2016 年公司对外投资收益大幅减少，主要是受到平海电厂收入和利润下降影响所致。

平海发电厂是华厦电力与广东电力发展股份有限公司等合资成立的公司，公司

持股比例为 55.00%¹²。截至 2018 年 9 月末，公司参股的平海电厂已投运装机容量为 200 万千瓦。2015 年~2017 年，平海电厂上网电量分别为 77.14 亿千瓦时、61.87 亿千瓦时和 92.46 亿千瓦时；销售收入分别为 32.29 亿元、23.67 亿元和 33.92 亿元；净利润分别为 8.03 亿元、3.60 亿元和 4.37 亿元；公司通过平海电厂所获得的投资收益分别为 4.42 亿元、1.98 亿元和 2.40 亿元。

广惠高速公路是广东省内首个民营企业参与国家重点高速公路建设的项目，公司持股比例为 22.50%。2015 年~2017 年，广惠高速车流量分别为 4243 万辆、4882 万辆和 5337 万辆；通行费收入分别为 17.07 亿元、17.33 亿元和 18.45 亿元；净利润分别为 7.87 亿元、8.46 亿元和 9.40 亿元；公司通过广惠高速公路获得投资收益 1.77 亿元、1.90 亿元和 2.82 亿元。

表 12：截至 2017 年末主要对外投资项目情况

单位：亿元、%

名称	持股比例	投资额	收入	2017 年 净利润	投资收益
广东惠州平海发电厂有限公司	55.00	7.54	33.92	4.37	2.40
广东广惠高速公路有限公司	22.50	7.06	18.45	9.40	2.82
准朔铁路有限责任公司	24.95	15.69	-	-	-
国投曹妃甸港口有限公司	10.00	3.32	-	-	-
合计	-	33.61	-	-	5.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司营业外收入分别为 2.09 亿元、2.22 亿元和 0.05 亿元，2017 年由于会计政策变动，与日常活动有关的政府补助计入其他收益。2015 年~2017 年，公司与日常活动有关的政府补助¹³分别为 2.04 亿元、2.06 亿元和 1.93 亿元。

2015 年~2017 年，公司营业利润分别为 15.15 亿元、8.38 亿元和 9.31 亿元；利润总额分别为 17.22 亿元、10.58 亿元和 9.33 亿元，逐年下降，主要是由于受到上网电价的下调以及电煤成本上升的影响。综合来看，公司利润对投资收益和政府补助依赖较大。

2015 年~2017 年，公司总资产收益率分别为 6.30%、4.29%和 4.70%，净资产收益率分别为 11.34%、6.42%和 6.02%，2016 年均呈现大幅下降，主要是电价下调、电煤价格上涨，电力销售业务盈利能力下降所致。

2018 年 1~9 月，公司营业收入 58.40 亿元，同比增长 57.08%；营业利润率 28.29%，同比增长 13.71 个百分点；投资收益 4.68 亿元，同比增长 4%，投资收益主要来自于平海电厂和广惠高速；营业利润 9.34 亿元，同比增长 287.55%；利润总额 9.41 亿元，同比增长 272.19%。2018 年前三季度随着青春塔煤矿的投产，公司煤炭供销业务收入和利润规模大幅增长，公司主营获利能力有所增强。未来随着公司阳西电厂 5、6 号机组的投产，预计公司电力销售业务将增加收入 38 亿元，净利润增加 9 亿元，公司整体营业收入和盈利能力将进一步提升。

¹² 广东惠州平海发电厂有限公司公司章程中约定了广东电力发展股份有限公司的实际控制权，平海电厂的董事会成员为 7 员，其中公司派出董事代表 3 员，表决权比例为 42.86%，因此未纳入合并报表范围。

¹³ 主要为惠东政府拨付的高速公路项目补偿。

现金流

公司经营性现金流保持净流入，经营获现能力较强，投资性现金流量保持较大规模净流出，对外部融资存在较大依赖

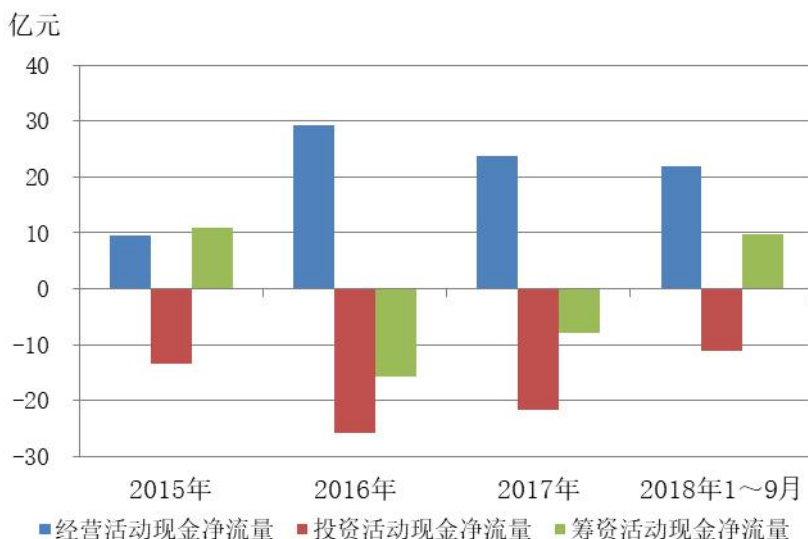
2015年~2017年，公司经营活动现金流量净额分别为9.45亿元、29.26亿元和23.83亿元，其中经营活动现金流入量分别为77.55亿元、76.36亿元和81.87亿元，现金流出量分别为68.10亿元、47.10亿元和58.04亿元。2015年，公司经营活动现金流量净额较少，主要是当期公司支付关联方往来占款规模较大所致。2017年，公司经营活动现金流量净额较2016年减少18.56%，主要是由于受煤炭价格上涨影响，公司电力销售业务采购电煤所支付的现金大幅增加所致。2015年~2017年，公司现金收入比分别为113.53%、114.43%和115.06%，经营获现能力较强。

2015年~2017年，公司投资活动现金流量净额分别为-13.46亿元、-25.77亿元和-21.66亿元。2016年以来公司投资活动现金净流出规模扩大，主要是由于公司增加了对青春塔煤矿及铁路专用线、朱家坪电厂等项目的投资。

2015年~2017年，公司筹资活动现金流净额分别为10.88亿元、-15.75亿元和-7.88亿元，其中取得借款所收到的现金分别为150.49亿元、109.62亿元和122.98亿元，偿还债务所支付的现金分别为126.26亿元、109.02亿元和115.60亿元。综合来看，公司对外部融资存在较大依赖。

2018年1~9月，公司经营性现金净额为21.80亿元，投资性现金流净额为-11.20亿元，筹资性现金净流净额为9.86亿元。

图9：2015年~2017年及2018年1~9月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2015年~2017年末，公司流动比率分别为71.54%、75.45%和66.60%，速动比率分别为69.78%、73.87%和65.78%，均有所波动。2018年9月末，公司流动比率为67.93%，速动比率为66.20%，公司流动性水平较低。2015年~2017年，经营现

金流动负债比分别为 9.31%、29.30%和 21.69%，有所波动。截至 2018 年 9 月末，公司货币资金 35.33 亿元，短期有息债务 116.53 亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。

表 13：2015 年~2017 年及 2018 年 9 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
流动比率	71.54	75.45	66.60	67.93
速动比率	69.78	73.87	65.78	66.20
经营现金流动负债比	9.31	29.30	21.69	-
EBITDA 利息倍数	1.67	1.63	1.88	-
全部债务/EBITDA	8.16	10.96	10.24	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2015 年~2017 年，公司 EBITDA 分别为 33.88 亿元、25.29 亿元和 27.84 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 1.67 倍、1.63 倍和 1.88 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 8.16 倍、10.96 倍和 10.24 倍。

截至 2018 年 9 月末，公司综合授信额度为人民币 328.26 亿元，已使用授信额度 254.35 亿元，未使用授信额度为 73.91 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 11 月 7 日，公司在过往债务履约方面不存在不良信用记录。

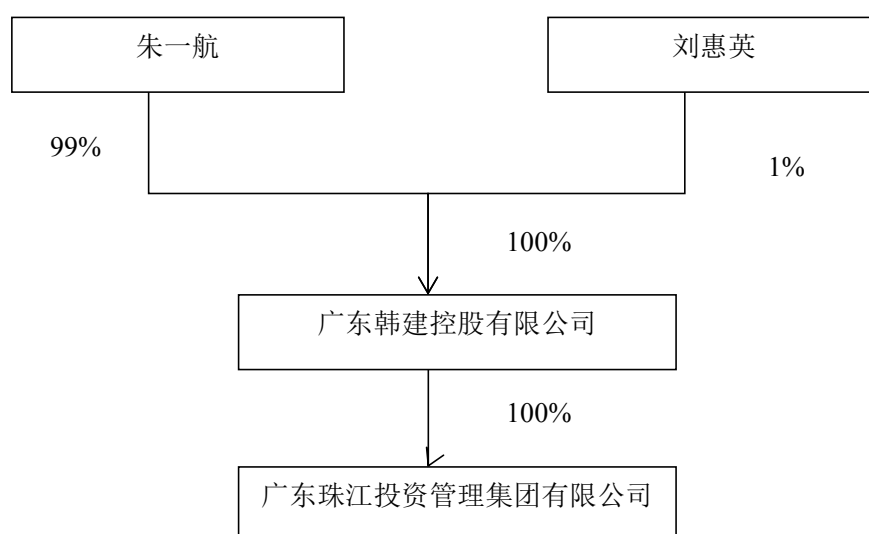
抗风险能力及结论

公司下属阳西电厂是南方电网在广东省内的直调电厂，电力销售较有保障，受火电需求回暖影响，近年来公司全年发电量、上网电量和发电机组利用小时数均持续上升；受益于煤价上涨及青春塔煤矿投产，2017 年以来公司煤炭供销业务收入和毛利润大幅增长，毛利率水平大幅提升；公司煤电一体化产业链逐步形成，青春塔煤矿及铁路专用线的建设有助于提升公司电力销售业务原材料保障能力及进一步降低电厂用煤成本；广深沿江高速在广东省高速公路网中具有重要地位，车流量和通行费不断增长，为公司带来相对稳定的经营性现金流入；2018 年随着青春塔煤矿的投产，以及公司下属阳西电厂 5、6 号机组即将投产，投产后权益发电机组装机容量将增至 610 万千瓦，公司整体营业收入和盈利能力将进一步提升。

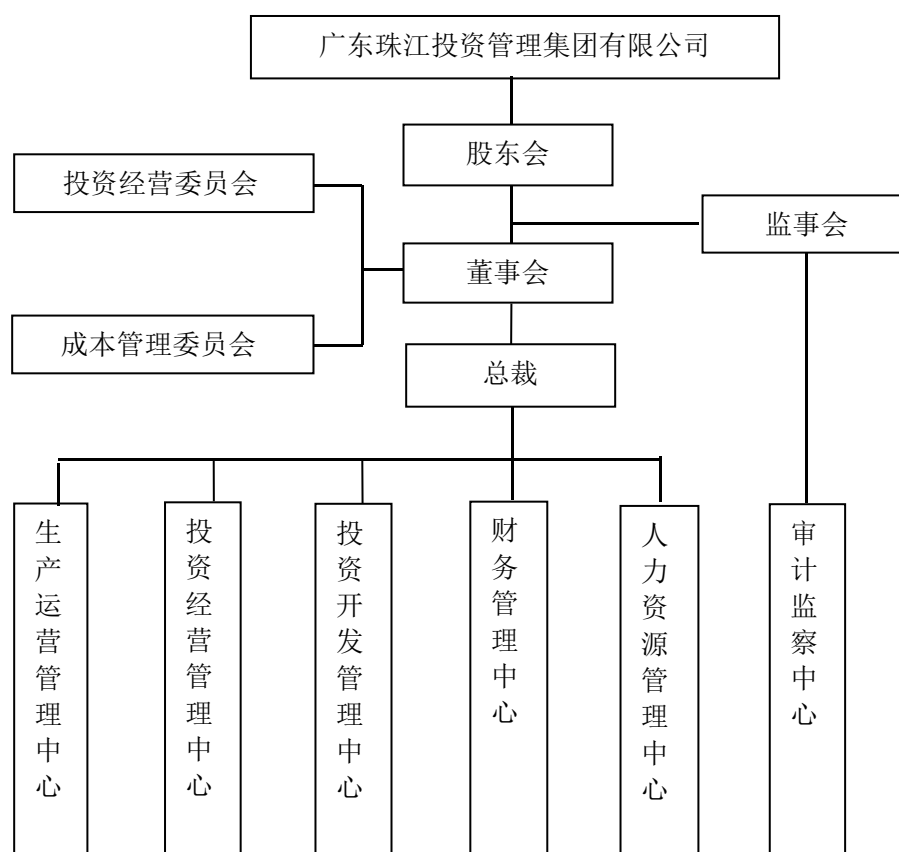
同时，东方金诚关注到，公司内蒙古朱家坪电厂在建项目未来投资金额较大，面临一定资金压力；公司受限资产规模大且占总资产比重很高，资产整体流动性较弱；公司期间费用占比较高，利润总额中投资收益和政府补助占比较高；公司有息债务持续增长且规模较大，部分债务将于 2019 年到期，面临集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚评定珠江投管主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

附件一：截至 2018 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年 9 月末公司组织结构图



附件三：截至 2017 年末纳入合并范围子公司情况

单位：万元、%

序号	子公司名称	合并级别	实收资本	持股比例
1	广东华夏电力发展有限公司	二级	440000.00	100.00
2	阳西海滨电力发展有限公司	三级	322375.00	100.00
3	鄂尔多斯市珠江热电有限责任公司	三级	1000.00	61.00
4	深圳福顺电力发展有限公司	三级	1000.00	100.00
5	阳江华海工业服务有限公司	三级	600.00	100.00
6	阳西海滨环保科技有限公司	四级	-	100.00
7	丰顺华夏韩江水利电力发展有限公司	三级	1000.00	100.00
8	惠州市投资竞业有限公司	三级	58140.92	100.00
9	内蒙古华夏朱家坪电力有限公司	三级	1000.00	100.00
10	广东华夏电力销售有限公司	三级	25000.00	100.00
11	广东珠江公路桥梁投资有限公司	二级	400000.00	88.75
12	广东广深沿江高速公路有限公司	三级	535700.00	75.00
13	惠州广惠东延线高速公路有限公司	三级	115862.00	70.00
14	广东华夏能源投资控股有限公司	二级	235000.00	100.00
15	广东珠投电力燃料有限公司	三级	83000.00	100.00
16	深圳珠投电力燃料有限公司	四级	500.00	100.00
17	内蒙古珠江青春塔燃料有限公司	四级	1000.00	100.00
18	内蒙古珠江罐子沟煤炭集运有限公司	四级	1000.00	100.00
19	深圳珠江铁路发展有限公司	三级	65300.00	61.26
20	深圳珠江港口发展有限公司	三级	43300.00	55.43
21	内蒙古珠江投资有限公司	三级	170268.00	93.80
22	广东珠投资产管理有限公司	二级	10000.00	100.00

附件五：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	328436.86	205917.61	148838.55	353326.69
交易性金融资产	-	-	-	2000.00
应收账款	46676.81	55973.29	53451.60	41759.65
预付款项	50723.42	238845.88	253414.95	240619.97
其它应收款	282566.95	217741.65	245633.15	260228.81
存货	17786.30	15787.98	9045.12	23755.98
其他流动资产	-	19356.19	21331.04	8147.30
流动资产合计	726190.34	753622.61	731714.40	929838.40
非流动资产：				
可供出售金融资产	225945.65	225945.65	225945.65	225945.65
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	220196.91	205704.79	208671.08	215446.59
固定资产	890971.77	869118.71	1070556.05	1042917.70
在建工程	479716.29	619808.51	550950.95	668696.44
固定资产清理	-	-	-	-
无形资产	1699267.01	1692600.17	1699433.95	1689147.66
长期待摊费用	96.26	24.07	-	-
递延所得税资产	180.70	110.85	38.22	64.22
其他非流动资产	9592.24	1445.72	10148.33	1294.48
非流动资产合计	3525967.61	3614758.46	3765744.23	3843512.74
资产总计	4252157.95	4368381.06	4497458.63	4773351.15

附件五：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	511837.63	498912.13	561774.50	729165.07
应付票据	153286.00	-	100.00	-
应付账款	105657.90	126272.83	135180.96	136383.24
预收款项	1025.02	13881.69	9024.82	21758.74
应付职工薪酬	2271.85	2041.94	1998.24	1467.50
应交税费	-774.52	15342.56	9492.12	5943.58
应付利息	19949.40	9934.09	8667.32	9839.07
其他应付款	50935.14	7941.65	27978.74	28001.92
一年内到期的非流动负债	170953.32	284027.61	252238.56	228904.92
其他流动负债		40440.23	92205.81	207267.70
流动负债合计	1015141.74	998794.72	1098661.08	1368731.74
非流动负债：				
长期借款	1859935.00	1594885.00	1724024.60	1846627.40
长期应付款	67369.42	64188.92	44922.29	64947.88
应付债券	-	288830.00	176511.08	-
其他非流动负债	-	21207.11	20332.59	19676.70
非流动负债合计	1927304.42	1969111.03	1965790.55	1931251.98
负债合计	2942446.16	2967905.75	3064451.63	3299983.73
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	417200.00	417200.00	417200.00	417200.00
资本公积	-	-	-	-
专项储备	-	-	-	5022.23
盈余公积	28324.80	34842.02	34979.77	34979.77
未分配利润	460164.59	538440.45	616194.18	690913.60
归属母公司所有者权益合计	905689.38	990482.48	1068373.95	1148115.60
少数股东权益	404022.41	409992.83	364633.04	325251.82
所有者权益合计	1309711.79	1400475.31	1433007.00	1473367.42
负债与股东权益合计	4252157.95	4368381.06	4497458.63	4773351.15

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月 (未经审计)
一、营业总收入	482904.61	461124.79	610596.40	584038.91
其中：营业收入	482904.61	461124.79	610596.40	584038.91
减：营业成本	301411.55	322463.02	458862.90	409990.54
营业税金及附加	4991.65	5108.02	4264.87	8841.72
销售费用	-	-	-	-
管理费用	12612.35	11110.41	14746.19	13452.13
财务费用	88795.71	86920.33	114210.19	105164.43
资产减值损失	-210.14	-	-	-
资产处置收益	-	-	20.61	-
投资收益	76198.69	48307.97	55250.93	46818.55
其他收益	-	-	19275.25	-
二、营业利润	151502.18	83830.97	93059.04	93408.64
加：营业外收入	20910.42	22151.02	524.84	878.68
减：营业外支出	184.77	188.36	239.88	139.86
三、利润总额	172227.83	105793.63	93344.00	94147.46
减：所得税	23655.67	15830.11	7112.32	14141.22
四、净利润	148572.16	89963.52	86231.68	80006.24
归属于母公司所有者的净利润	143605.18	84793.09	77891.47	74719.42
少数股东损益	4966.97	5170.43	8340.21	5286.82

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月(未经审计)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	548264.93	527685.82	702569.86	628630.12
收到税费返还	69.80	37.88	801.02	-
收到的其他与经营活动有关的现金	227125.61	235864.46	115368.16	313924.75
经营活动现金流入小计	775460.35	763588.16	818739.03	942554.87
购买商品、接受劳务支付的现金	255686.18	294307.13	441134.58	398073.20
支付给职工以及为职工支付的现金	11722.18	13268.64	17674.09	12563.33
支付的各项税费	66332.68	56501.46	31368.05	39066.50
支付的其他与经营活动有关的现金	347214.81	107245.80	90217.60	274900.31
经营活动现金流出小计	680955.85	471323.03	580394.33	724603.34
经营活动产生的现金流量净额	94504.50	292265.13	238344.70	217951.53
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	2000.00	-		239.64
取得投资收益所收到的现金	94895.68	63057.97	52284.64	39803.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	65274.85	-	44.07	0.16
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	22797.08	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	12052.00	-	-	-
投资活动现金流入小计	174222.53	85855.05	52328.71	40043.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	184326.24	342118.35	200321.42	105072.91
投资所支付的现金	8322.00	-	-	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	95000.00	-	55000.00	45000.00
支付的其他与投资有关的现金	21150.00	1400.00	13600.00	2000.00
投资活动现金流出小计	308798.24	343518.35	268921.42	152072.91
投资活动产生的现金流量净额	-134575.71	-257663.30	-216592.70	-112029.72
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	50000.00	800.00	1300.00	-
取得借款所收到的现金	1504858.67	1096175.67	1229778.70	987074.49
发行债券收到的现金	-	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	-

筹资活动现金流入小计	1554858.67	1096975.67	1231078.70	987074.49
偿还债务所支付的现金	1262583.13	1090208.50	1155999.08	759536.05
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	179365.57	161679.29	151556.46	121587.32
支付其他与筹资活动有关的现金	4153.66	2570.64	2354.22	7384.80
筹资活动现金流出小计	1446102.36	1254458.43	1309909.76	888508.17
筹资活动产生的现金流量净额	108756.31	-157482.76	-78831.06	98566.32
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	68685.10	-122880.93	-57079.06	204488.14

附件八：合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	148572.16	89963.52	86231.68
资产减值准备	-210.14	-	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	56224.20	55275.22	45198.78
无形资产摊销	2035.70	2703.10	24478.48
长期待摊费用摊销	67.36	72.20	24.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-8.86	-59.08	-20.61
固定资产报废损失	-	-	3.71
财务费用	97821.83	90880.75	117411.12
投资损失	-76198.69	-48307.97	-55250.93
递延所得税资产减少	26.85	69.85	72.63
递延所得税负债增加	-	-	-
存货的减少	-1521.76	1998.32	6742.86
经营性应收项目的减少	-79545.16	76936.77	-3543.30
经营性应付项目的增加	-52758.99	23163.97	16996.22
经营活动产生的现金流量净额	94504.50	292626.82	238344.70
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	328436.86	205917.61	148838.55
减：现金的期初余额	259751.76	328436.86	205917.61
现金及现金等价物净增加额	68685.10	-122519.25	-57079.06

附件九：公司主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率(%)	36.55	28.96	24.15	28.29
总资本收益率(%)	6.30	4.29	4.70	-
净资产收益率(%)	11.34	6.42	6.02	-
偿债能力				
资产负债率(%)	69.20	67.94	68.14	69.13
长期债务资本化比率(%)	59.54	58.17	57.58	56.47
全部债务资本化比率(%)	67.84	66.43	66.56	67.62
流动比率(%)	71.54	75.45	66.60	67.93
速动比率(%)	69.78	73.87	65.78	66.20
经营现金流负债比(%)	9.31	29.30	21.69	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.67	1.63	1.88	-
全部债务/EBITDA(倍)	8.16	10.96	10.24	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.01	0.01	0.01	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-0.20	0.22	0.19	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	-	8.98	11.16	-
存货周转次数(次)	-	19.21	36.96	-
总资产周转次数(次)	-	0.11	0.14	-
现金收入比(%)	113.53	114.43	115.06	107.63
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	2.73	2.84	-
净资产年平均增长率(%)	-	6.93	4.60	-
营业收入年平均增长率(%)	-	-4.51	12.45	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-38.57	-26.38	-

附件十：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 利息支出=利息费用+资本化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十一：企业主体信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

关于广东珠江投资管理集团有限公司 主体跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在主体信用等级有效期内密切关注广东珠江投资管理集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向广东珠江投资管理集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，广东珠江投资管理集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如广东珠江投资管理集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

