



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1066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。



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（2019）

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	2018/06/27		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

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	2018/06/27		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

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	2018/06/27		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

基本观点

广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国资”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、产业服务业务和啤酒业务三大板块构成。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了 2018 年广东省和广州市持续增强的区域经济实力、公司电力燃气等业务区域竞争优势明显、多元化的业务板块分散经营风险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公司盈利能力有所下滑和短期偿债压力较大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

- 持续增强的区域经济实力。2018 年，广东省实现地区生产总值 97,277.77 亿元，同比增长 6.8%，其经济总量及各项经济指标在全国名列首位。同期，广州市实现地区生产总值 22,859.35，同比增长 6.2%，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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	285.48	317.10	312.11	321.58
总资产(亿元)	540.73	716.22	716.28	728.10
总债务(亿元)	177.49	311.10	322.41	314.05
营业总收入(亿元)	258.53	332.28	357.44	82.89
营业毛利率(%)	18.19	12.92	12.36	10.42
EBITDA(亿元)	39.42	45.48	40.07	-
所有者权益收益率(%)	4.36	4.31	2.43	0.78
资产负债率(%)	47.20	55.73	56.43	55.83
总债务/EBITDA(X)	4.50	6.84	8.05	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.83	4.44	2.74	-

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；3、2019 年 1 季度所有者权益收益率为年化后数据。

- 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。

关注

- 盈利能力有所下滑。2018 年公司利润总额为 11.27 亿元，同比下降 46.14%，主要系营业成本和期间费用增长影响。
- 短期偿债压力较大。截至 2018 年末公司总债务 322.41 亿元，同比增长 3.64%。其中，短期债务增长 39.02%至 150.84 亿元，主要系应付债券转入一年内到期的应付债券影响。公司 2019 年内将要偿还有息债务规模较大，或将面临一定短期偿债压力。

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

2019 年 6 月 27 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业分析

2018 年全国用电增速同比提高，服务业用电量快速增长；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；发电量持续快速增长，弃风弃光问题明显改善，风电和光伏发电设备利用小时数同比提高

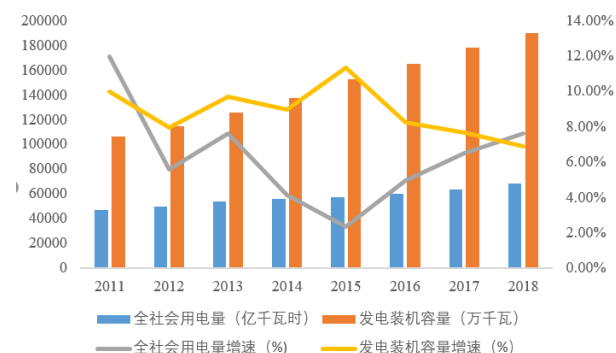
2018 年以来，宏观经济总体延续稳中向好，工业行业供需关系明显改善，企业产能利用率持续回升，拉动工业用电回暖，高技术制造业、战略性新兴产业等用电高速增长，工业、交通、居民生活等领域推广的电能替代逐步推进，用电量较快增长。2018 年全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，较上年提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速；各季度同比分别增长 9.8%、9.0%、8.0%和 7.3%，增速逐季回落，但总体处于较高水平。全国人均用电量 4,956 千瓦时，人均生活用电量 701 千瓦时。

从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2018 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 1.06%、69.01%、15.78%和 14.15%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重分别提高 1.78 和 0.35 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 1.39 个百分点。

细分来看，2018 年我国第二产业及制造业用电量增长较快，高技术及装备制造业用电领涨。2018 年，第二产业用电量 4.72 万亿千瓦时、同比增长 7.2%，增速为 2012 年以来新高，同比提高 1.7 个百分点，拉动全社会用电量增长 5.0 个百分点。从几大类行业来看，高技术及装备制造业用电量同比增长 9.5%，与同期技术进步、转型升级的相关产业和产品较快增长态势基本一致；四大高载能行业用电量增长 6.1%，增速同比提高 1.2 个百分点；消费品制造业用电量增长 5.5%，与社会消费品零售总额增速放缓趋势相吻合。第三产业用电量继续快

速增长，2018 年全年第三产业用电量 1.08 万亿千瓦时，同比增长 12.7%，增速较上年提高 2.1 个百分点；信息传输、软件和信息技术服务业用电量增长 23.5%，继续延续近年来的快速增长势头，其中互联网和相关服务业、软件和信息技术服务业用电量增速均超过 60%；批发和零售业用电量增长 12.8%，其中充换电服务业用电量增长 70.8%；受电气化铁路、城市公共交通运输、港口岸电、装卸搬运和仓储业等用电持续快速增长拉动，交通运输、仓储和邮政业用电量增长 11.7%。随着城镇化率和城乡居民电气化水平的持续提高，城乡居民生活用电快速增长，2018 年全年用电量 9,685 亿千瓦时，同比增长 10.3%，增速同比提高 2.6 个百分点。

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2018年末，全国全口径发电装机容量19.0亿千瓦，同比增长 6.5%。其中，非化石能源发电装机容量7.7亿千瓦，占总装机容量的比重为40.8%，占比较上年提高2.0个百分点。全国新增发电装机容量1.2亿千瓦，较上年减少605万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的73.0%。2018年全国新增煤电2,903万千瓦，较上年少投产601万千瓦，为2004年以来的最低水平。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%。

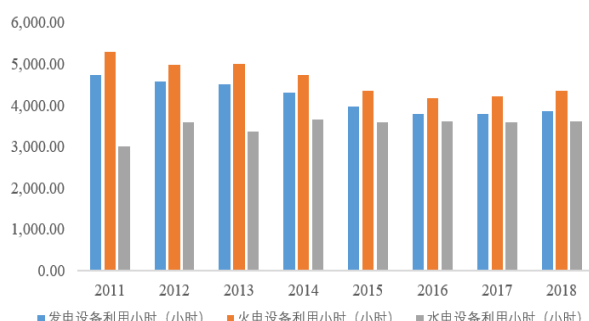
¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2018 年全国电力工业统计快报一览表》

从发电量来看,全国全口径发电量 6.99 万亿千瓦时,同比增长 8.4%。其中,非化石能源发电量 2.16 万亿千瓦时,同比增长 11.1%,占总发电量的比重为 30.9%,较上年提高 0.6 个百分点。水电发电量 1.23 万亿千瓦时,同比增长 3.2%;火电发电量 4.92 万亿千瓦时,同比增长 7.3%。全国并网太阳能发电、风电、核电发电量分别为 1,775 亿千瓦时、3,660 亿千瓦时和 2,944 亿千瓦时,同比分别增长 50.8%、20.2%和 18.6%。新能源发电已成为内蒙古、新疆、河北、山东、宁夏、山西、江苏、黑龙江、安徽、吉林等 14 个省份第二大发电类型。

从发电设备利用小时数看,2018 年,全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时,较上年提高 73 小时。其中,水电 3,613 小时,较上年提高 16 小时;火电 4,361 小时,较上年提高 143 小时;核电 7,184 小时,较上年提高 95 小时;并网风电 2,095 小时,为 2013 年以来新高,较上年提高 146 小时;并网太阳能发电 1,212 小时,较上年提高 7 小时。

2018 年,各级政府和电力企业等多方共同努力,多措并举推进清洁能源消纳。全国弃风电量 277 亿千瓦时,平均弃风率 7%,同比下降 5 个百分点;全国弃光电量 54.9 亿千瓦时,平均弃光率 3%,同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102 小时、215 小时和 236 小时,西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 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,2018 年用电增速回升,电网峰谷差加大,全国电力供需从整体宽松转为总体平衡。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。

2018 年全国煤炭市场供需实现基本平衡,煤炭价格在合理区间波动,行业效益持续好转。但当前煤炭产能仍然较大,结构性问题依然突出,需关注未来政策调控以及需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响

2018 年煤炭供应能力持续增加,全国原煤产量 36.8 亿吨,同比增长 4.5%。当年煤炭进口 2.81 亿吨,同比增长 3.9%,出口 493.4 万吨,同比下降 39%,净进口 2.76 亿吨,同比增长 5.2%,为近四年来最高水平。同时,2018 年全国铁路累计煤炭运输量完成 23.81 亿吨,同比增长 10.3%,主要港口发运煤炭 8.1 亿吨,同比增长 7.5%。需求端方面,我国商品煤消费量为 39.30 亿吨,同比增加 3.4%,消费增速同比上升 1.0 个百分点。从下游消费结构来看,2018 年电力、钢铁、建材及化工四大行业煤炭消费占比分别为 53.94%、16.54%、12.21%和 7.12%,其中电力行业耗煤量最高,是煤炭最重要的下游行业。具体来看,2018 年全国房地产开发投资和基础设施投资分别同比增长 9.5%和 3.8%,受益于房地产和基建的投资拉动,钢铁行业需求继续平稳释放,当年全国粗钢产量为 9.28 亿吨,同比增长 6.6%,表观消费量为 8.7 亿吨,同比增长 14.8%,达到历史最高水平;此外,随着国内经济平增长以及电能替代效应推动,2018 年我国全社会用电量同比增长 8.5%至 6.8 亿千瓦时,带动全国发电量同比增长 6.8%至 6.79 万亿千瓦时,其中火电发电量为 5.07 万亿千瓦时,同比增长 6.7%,较上年增加 1.6 个百分点。总体看,2018 年以来电力、钢铁及化工等煤炭主要下游行业回暖使得煤炭需求有所回升,但中诚信证评亦关注到,在经济转型、环保加强及新能源行业不断发展等因素的制约下,煤炭在我国能源消费中占比已由 2010 年的 69.2%降至 2018 年的 59.0%,且随着中国经济改革和人口红利逐步减弱,原有的投资拉动型经济增长模式也难以继,

目前煤炭消费量增速整体处于较低水平。未来，经济增长方式的不断转变、能源结构的调整以及政府治理大气污染的决心均将使煤炭消费量增速承压。中诚信证评认为未来煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

在煤炭市场供需基本平衡、动力煤销售长协占比提升、进口煤调节以及煤炭企业库存考核的综合影响下，2018 年我国煤炭价格在合理区间波动，全年价格波动幅度小于 2017 年。2018 年 12 月 29 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平均价格为 577 元/吨，晋城无烟煤中块价格为 1,120 元/吨，分别较年初下跌 126 元/吨和 80 元/吨。2019 年以来，受春节假期影响，下游补库需求释放；同时矿难频发，陕西省榆林地区 45 万吨以下及炮采、残采井工矿全部停产整顿，煤炭供应量收缩，煤炭价格持续小幅上涨；2018 年 3 月 7 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格报 638 元/吨。但 3 月中下旬天气转暖促需求回落叠加产地煤矿加速复产，供需宽松下煤炭价格有所回调。

图 3：2017~2019 年 3 月秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格走势（元/吨）

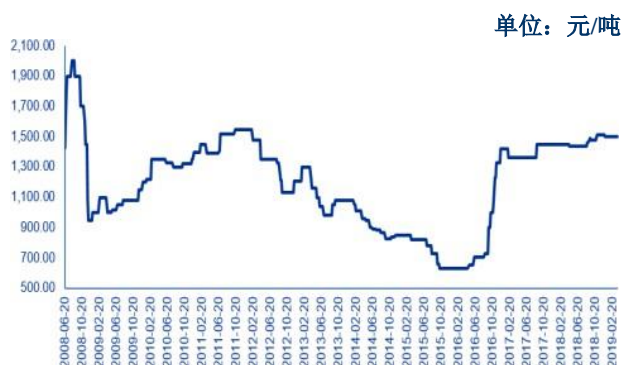


数据来源：同花顺 iFinD，中诚信证评整理

炼焦煤方面，2018 年一季度，受春节期间下游需求低迷及环保限产等因素影响，我国焦煤价格有所下降，5 月以来随着环保限制的放松，焦煤价格相应回升，截至 2018 年 1 月 28 日，炼焦煤全国平均价为 1,653.24 元/吨，较年初上涨 15.72%。2019 年一季度，受春节煤矿安全检查影响，各大煤矿多以保安全为主，再加上春节放假，煤矿复产缓慢，供应受限，低硫煤种紧缺。另外，2019 年 2 月 21 日，大连港海关无限期禁止进口澳大利亚煤，并将于 2019 年将总量限制在 1,200 万吨以内。2018 年

我国从澳大利亚进口焦煤量，占总进口量的 80%以上，占国内焦煤产量的 14%左右。澳洲煤低硫的特性，使其较难被替代。限制进口煤政策进一步支撑了一季度焦煤价格走强。2019 年一季度，平顶山地区主焦煤出厂均价为 1,540 元/吨，较上年同期的 1,490 元/吨上涨 3.35%。

图 4：2008 年以来河南平顶山 1/3 焦煤价格走势情况



数据来源：公开市场

2018 年我国煤炭行业经营效益持续好转，根据中国煤炭工业协会数据，全国规模以上煤炭企业主营业务收入 2.27 万亿元，同比增长 5.5%；实现利润 0.29 万亿元，同比增长 5.2%，其中协会统计的 90 家大型企业利润总额（含非煤）0.16 万亿元，同比增长 26.7%。此外，规模以上煤炭企业资产负债率 65.66%，同比下降 2.14 个百分点；协会统计的 90 家大型企业应收账款（含非煤）0.18 万亿元，同比下降 22.7%，企业现金流明显增加。

目前全国总体煤炭产能相对过剩的态势没有改变，市场供需平衡的基础还比较脆弱，行业发展不平衡不充分的问题突出，生产力水平有待提升，去产能和“三供一业”分离移交难、人才流失与采掘一线招工接替等问题仍然突出。

总体来看，未来一段时期煤炭消费将保持基本平稳，煤炭产能释放加快，煤炭供应能力进一步增加，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变。在供给侧改革仍将持续的背景下，“调结构”、“去产能”的政策方向不会改变，煤炭价格仍将处于合理区间。但在经济增长方式不断转变、能源结构调整以及政府治理大气污染决心加大背景下，未来煤炭消费量增速或将承压，需关注需求端支撑不强等因素对煤炭行业的负面影响。

2018 年，国内宏观经济增速回升，主要用气行业行情改善，加之环保政策推动、天然气价格优势等因素的影响，天然气消费增量再创历史新高；同时，天然气价格改革政策的推出将会进一步提高行业整体的运行效率

受《加快推进天然气利用的意见》《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》等相关政策以及煤炭消费减量替代工作、工业和民用“煤改气”工程全力推进影响，国内天然气消费需求旺盛，2018 年我国天然气消费呈现“淡季不淡”特点，全年天然气消费量达 2,803 亿立方米，同比增长 18.1%，增速较上年增长 2.8 个百分点。根据《天然气“十三五”规划》，到 2020 年天然气占我国能源消费比重将达 8.3~10%。据此测算，到 2020 年我国年天然气消费量将超过 3,000 亿立方米。同时，随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深，未来天然气消费市场增长空间仍旧较大。

在需求的带动下，我国天然气产量快速增长，但增速远不及消费量的增速，天然气进口量随之不断提升。2018 年，我国天然气生产量 1,573 亿立方米，比上年增长 6.26%。从目前我国天然气供需情况来看，虽然我国在上海、广东、福建等地新建了多个液化天然气（LNG）项目以缓解气量不足并调节供应峰谷，但仍不能满足需求，我国天然气进口依存度仍旧较高。2018 年，我国天然气进口量达 1,254 亿立方米，比上年增长 32.52%；同期，我国天然气对外依存度为 44.07%，较上年提高 5.84 个百分点。为保障我国自产天然气对天然气消费的供给和提高天然气自给率，2018 年 8 月 5 日，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，力争 2020 年底前国内天然气年产量达到 2,000 亿立方米以上，同时明确非常规天然气都将享受补贴并延续至 2025 年，该意见对我国天然气的开采形成重大利好。

政策调整方面，2015 年以来，国家发改委多次发文要求降低非居民用天然气门站价格，旨在刺激我国天然气市场消费，提高天然气价格市场化程

度。2017 年 6 月 22 日，国家发改委印发《关于加强配气价格监管的指导意见》（以下简称“《意见》”），旨在按照“管住中间、放开两头”的总体思路加强城镇燃气配送环节价格监管。两个《办法》的实施将有效降低过高的省内管道运输和配气价格，减少供气中间环节。天然气管道每一个入口到出口的运输价格清晰明了，有利于天然气气源回归商品属性，促进气气竞争，进而实现气源和销售价格市场化的改革目标。2018 年 6 月，发改委发文将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，居民价格水平与非居民用气基准门站价格水平相衔接，使得居民用气价格更接近于市场化，进一步反映市场供需和资源的稀缺程度，有利于解决长期以来气源企业面临的居民门站价格成本倒挂问题。

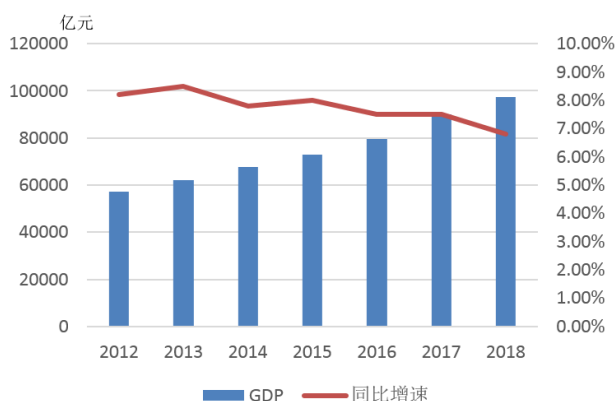
总体来看，随着天然气价格机制改革逐步深化，市场化的价格机制将反向促成天然气供应及销售服务市场的竞争程度，提高天然气行业整体的运行效率，打造良好的行业发展环境。

区域经济

2018 年，广东省经济发展势头良好，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

自 1989 年至今，广东省地区生产总值在全国一直名列前茅，2018 广东省实现地区生产总值（GDP）97,277.77 亿元，同比增长 6.8%，截至 2018 年末三次产业结构比为 4.0:41.8:54.2，产业结构持续优化。

图 5：2012~2018 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

工业运行方面,2017年广东省全年全部工业增加值分别为33,071.99亿元,2018年同比增长5.9%。2018年广东省规模以上工业增加值同比增长6.3%。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,2018年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重为31.5%。

固定资产投资方面,2017年广东省固定资产投资额37,477.96亿元,2018年较上年增长10.7%。具体来看,2018年全省第一产业投资较上年下降20.9%;第二产业投资较上年增长0.6%;第三产业投资较上年增长14.9%。此外,受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14,412.19亿元,比上年增长19.3%,其中商品住宅开发投资9,757.86亿元,较上年增长20.5%。

区域发展战略方面,根据国家“十三五”规划纲要,深圳、广州等珠三角9个城市和香港、澳门2个特别行政区联合推进建设粤港澳大湾区,强化粤港澳合作,深化泛珠三角区域发展,实现跨省区重大合作平台建设。粤港澳大湾区面积5.6万平方公里,覆盖人口6,600万,机场旅客吞吐量超2亿人次,货邮吞吐量接近800万吨。从这些方面来看,粤港澳大湾区已具备成为国际一流湾区和世界级城市群的经济体量和条件,并且蕴含较大的潜力。

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。2018年广东省一般公共预算收入12,102.90亿元,同比增长7.9%,同期税收收入9,737.33亿元,同比增长9.8%,占当期一般公共预算收入的比重为80.45%;2018年,广东省政府性基金收入为5,886.85亿元,同比增长4.7%,增长原因主要系房地产市场行情趋好。

财政支出方面,2018年广东省一般公共预算支出为15,737.37亿元,同比增加4.6%,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;同期,政府性基金支出为5,474.04亿元,同比增长10.3%。

表1: 2016~2018年广东省财政收支情况

单位: 亿元

项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	10,390.33	11,315.21	12,102.90
其中: 税收收入	8,098.62	8,869.91	9,737.33
非税收入	2,291.71	2,445.30	2,365.57
政府性基金收入	3,869.99	5,622.15	5,886.85
一般公共预算支出	13,447.42	15,043.09	15,737.37
政府性基金支出	3,471.95	4,963.11	5,474.04
财政平衡率	77.27%	75.22%	76.91%

数据来源: 广东省财政局, 中诚信证评整理

财政平衡方面,2018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76.91%,较上年减少1.69个百分点,整体上财政自给能力相对较为一般。

作为珠三角都市圈核心城市,广州市凭借良好的区位优势 and 外部发展环境,2018年的经济财政实力保持了平稳良好的发展,经济结构不断优化

广州市是广东省省会,位于广东省南部,珠江三角洲北缘,毗邻香港和澳门,是中国最主要的对外开放城市之一,是珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分,同时也是中国进出口商品交易会所在地。目前广州市下辖越秀区、天河区、白云区、荔湾区、黄埔区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区、增城区和从化区共11个区,辖区面积共计7,434.4平方公里;截至2018年末常住人口1,490.44万人,城镇化率为86.38%。

近年来凭借良好的区位优势 and 外部发展环境,广州市经济得到了较快的发展,2018年,广州市实现地区生产总值22,859.35亿元,同比增长6.2%。其中,2018年,广州市的第一产业增加值223.44亿元,增长2.5%;第二产业增加值6,234.07亿元,增长5.4%;第三产业增加值16,401.84亿元,增长6.6%。第一、二、三次产业增加值的比例为0.98:27.27:71.75。第二、三产业对经济增长的贡献率分别为26.6%和73.0%。2018年,广州市人均地区生产总值达到155,491元,按平均汇率折算为23,497美元。

固定资产投资方面,2018年全年完成固定资产投

资 5,938 亿元，比上年增长 8.2%。从三次产业看，第一产业完成投资比上年下降 71.5%。第二产业完成投资增长 51.7%。第三产业完成投资增长 2.6%。

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。

伴随着经济发展，广州市财政收入实现平稳增长。2017-2018 年广州全市一般公共预算收入

1,533.06 亿元、1,632.30 亿元，同比增长 10.9%、6.5%；同期，一般公共预算支出 2,185.99 亿元、2,505.84 亿元，同比增长 12.5%、14.6%。

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，2018 年公司实现营业总收入 357.44 亿元，较上年增长 7.57%。其中，公司综合能源业务收入 256.16 亿元，啤酒业务收入 38.65 亿元，2018 年新增产业服务业务获得收入 52.31 亿元，占当期营业收入的比重分别为 71.66%、10.81%和 14.64%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 82.89 亿元。

表 2：2016~2019.Q1 公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元

项目板块	2016		2017		2018		2019.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	78.72	22.39%	80.17	12.54%	72.69	14.02%	13.22	11.21%
燃料业务	106.73	5.23%	130.46	3.73%	145.11	2.87%	39.44	2.18%
燃气业务	31.40	26.21%	33.03	26.87%	38.36	25.12%	9.98	26.67%
综合能源业务	216.84	14.50%	243.67	9.76%	256.16	9.37%	62.64	7.99%
啤酒业务	34.78	40.02%	36.87	38.59%	38.65	38.99%	7.49	36.29%
产业服务业务	-	-	42.05	1.23%	52.31	1.36%	11.03	2.25%
其他业务	6.91	26.26%	9.70	58.53%	10.32	58.29%	1.73	38.47%
合计	258.53	18.25%	332.28	13.30%	357.44	12.81%	82.89	10.42%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合能源业务

公司综合能源业务主要由下属控股子公司广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”）（证券代码：600098.SH）运营。截至 2019 年 3 月末，广州发展股本为 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。

受广东省对上网电价调控等因素影响，2018 年公司电力业务收入略有减少

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态势，2018 年公司电力业务实现营业收入 72.69 亿元，较上年减少 9.33%，主要系广东省将上网电价高于 0.665 元/千瓦时的燃气机组发电价格统一下调到 0.665 元/千瓦时影响。

表 3：2016~2019.Q1 公司分类型装机容量情况

单位：万千瓦

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
可控装机容量	450.77	457.37	464.04	437.17
其中：火电	441.38	441.38	441.38	394.88
光伏	4.43	7.73	14.40	19.03
风电	4.96	8.26	8.26	23.26

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 2019 年 3 月末，公司发电可控装机容量为 437.17 万千瓦，其中火电装机容量 394.88 万千瓦，光伏装机容量

19.03 万千瓦，风电装机容量 23.26 千瓦，受广州广能投资有限公司的火电厂关停影响，2019 年公司火电装机容量有所减少。

表 4：截至 2019 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 (%)	2018 年 发电量 (亿千瓦时)	上网电价 (元/千瓦时)
珠江电力	2*32	100	25.70	0.4417
东方电力	2*32	75	28.49	0.5271
珠江 LNG 电厂	2*39	70	25.77	0.5395
恒益电厂	2*60	50	50.28	0.4639
中电荔新	2*33	50	35.32	0.3925
鳌头能源站	2*1.44	50	0.95	0.665
光伏项目	19.03	100	1.04	0.8652
惠东风电场	4.96	100	0.79	0.61
南亚风电场	3.3	100	0.63	0.62
汕尾电厂	2*60+2*66	25	123.59	0.4243
盘南电厂	4*60	16.5	79.52	0.3372
沙角 B 电厂	1*35	35.23	26.48	0.3953
都匀电厂	2*60	30	8.53	-
靖海电厂	2*100+2*60	10	142.56	0.429
超算能源站	2*0.43	30	0.31	0.665
穗恒运	2*21+2*33	18.35	58.69	0.4178

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电力生产及销售方面，2018 年公司发电量和上网电量均略有增长。2018 年，公司完成发电量 185.61 千瓦时，同比上涨 0.51%；同期，公司完成上网电量 173.01 亿千瓦时，同比增长 0.93%。2018 年公司火电机组、光伏发电机组、风电机组分别完成发电量 176.05 亿千瓦时、1.0414 亿千瓦时和 1.4192 亿千瓦时，其中受公司加大对光伏发电和风电的发展力度影响，2018 年公司光伏发电量和风电发电量较上年分别增长 49.30% 和 61.00%。2019 年 1~3 月，公司分别完成发电量 31.19 亿千瓦时和上网电量 29.49 亿千瓦时。

2018 年，公司火电发电机组平均利用小时数为 4,118 小时；同期，光伏发电机组发电利用小时数为 1,065 小时、风电发电机组利用小时数为 1,718 小时。

表 5：2016~2019.Q1 公司发电机组情况

火电	2016	2017	2018	2019.3
发电量（亿千瓦时）	183.40	184.66	185.61	28.32
上网电量（亿千瓦时）	170.55	171.41	173.01	26.76
机组平均利用小时数	4,179	4,208	4,118	717
平均供电标煤消耗（克/千瓦时）	313.40	314.80	312.62	305.66
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.47	0.47	0.46	0.45
光伏	2016	2017	2018	2019.3
发电量（亿千瓦时）	0.1893	0.6975	1.0414	0.3609
售电量（亿千瓦时）	0.1878	0.6889	1.0375	0.3566
上网电量（亿千瓦时）	0.0141	0.4202	0.6612	0.2832
发电利用小时数	830	1,125	1,065	190
平均含税上网电价（元/千瓦时）	0.39	0.39	0.90	0.87
风电	2016	2017	2018	2019.3
发电量（亿千瓦时）	0.9265	0.8815	1.4192	2.5045
上网电量（亿千瓦时）	0.8515	0.8233	1.3588	2.4433
发电利用小时数	1,868	1,777	1,718	1,077
平均上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.52	0.52	0.61	0.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受煤炭市场转暖，煤炭产能释放加快影响，2018 年公司煤炭销售量略有增长，同时，受成品油市场行情不景气影响，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”）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 6：2018 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	24.45	500.07
伊泰供应链金融服务（深圳）有限公司	16.41	335.37
大同煤矿集团有限责任公司	16.13	389.90
广东中煤进口有限公司	8.07	152.51
鄂尔多斯市乌兰煤炭（集团）有限责任公司	5.74	102.48
合计	70.80	1,480.33

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%。

受煤炭市场转暖，煤炭产能释放加快影响，公司市场煤销售规模略有增长，2018 年市场煤销售量为 2,376 万吨；同期，公司自用的煤炭同比下降 0.93%至 533 万吨。2019 年 1~3 月，公司完成市场煤销售 607 万吨、自用煤 90 万吨。价格方面，公司煤炭销售价格为市场价格。

表 7：2016~2019.Q1 公司煤炭销售情况

	单位：万吨			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售总量	2,914	2,682	2,909	697
其中：自用	517	538	533	90
市场煤	2,397	2,143	2,376	607

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。截至 2018 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 万立方米的南沙油库，发展碧辟油品公司对南沙油库的控制比例为 100%。

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。2018 年南沙油库累计完成油库租赁量 576 万立方米，同比下降 9.67%，罐容出租率为 72%；受成品油市场行情不景气影响，成品油销售量有所下滑，2018 年发展碧辟油品公司成品油销售量为 32.53 万吨，同比下降 37.61%。2019 年 1~3 月，南沙油库累计完成油库租赁量 139 万立方米；同期，成品油销售量 17.23 万吨。

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%。2018 年码头累计完成吞吐量为 367 万吨，同比增长 10.98%。2019 年 1~3 月，发展碧辟油品公司码头累计吞吐量 110 万吨。

表 8：2016~2019.Q1 公司油品业务经营情况

	2016	2017	2018	2019.Q1
油库租赁量（万立方米）	549.50	525.19	575.77	138.69
码头累积吞吐量（万吨）	312.30	330.70	366.70	110.40
油品销售量（万吨）	60.52	52.14	32.53	17.23

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，2018 年公司燃气管网长度以及服务户数均有明显增长，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。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。2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司天然气业务营业收入分别为 38.36 亿元和 9.98 亿元。

截至 2018 年末，公司燃气管网长度达 5,127 公里，天然气服务约 182 万居民客户以及 1.12 万工商用户。截至 2019 年 3 月末，公司燃气管网长度达 5,190 公里，天然气服务约 185 万居民客户以及 1.14 万工商用户。

销售量方面，下游终端用气需求增量不强，燃气集团积极拓展燃气市场，2018 年燃气集团完成天然气销售量 12.67 亿立方米，同比增长 16.77%；其中，终端用户销售气量为 6.99 亿立方米，同比增长 5.27%，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 21.70%和 33.46%。2019 年 1~3 月，燃气集团完成天然气销售量 3.24 亿立方米，其中终端用户销售气量为 1.85 亿立方米。

表 9：2016~2019.Q1 公司天然气销售情况

单位：千米、亿立方米、元/立方米、万户

	2016	2017	2018	2019.Q1
燃气管网长度	4,311	4,753	5,127	5,190
天然气采购量	10.87	11.27	12.95	3.34
天然气采购均价	2.01	2.01	1.91	1.95
天然气销售总量	10.42	10.85	12.67	3.24
其中：居民用户销售量	2.35	2.57	2.75	0.81
工商业用户销售量	3.85	4.07	4.24	1.04
天然气供应居民用户数	163	172	182.43	184.58
天然气供应工商业用户数	0.96	0.96	1.12	1.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

燃气销售价格方面，2018 年 5 月 30 日，广州市发改委下发了《广州市发展改革委关于降低管道天然气非居民用气价格及西气东输二线天然气配气价格有关问题的通知》（穗发改[2018]430 号），

明确管道天然气非居民用气价格由 4.25 元/立方米降低为 4.17 元/立方米（最高限价，可以下调），西气东输二线及中海油气源的天然气配气价格从 0.26 元/立方米下降为 0.15 元/立方米，自 2018 年 6 月 1 日起实施。

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（以下简称“珠江啤酒”）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 2019 年 3 月末，公司持有珠江啤酒股权比例为 56.26%。截至 2018 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；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。

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。2018 年，珠江啤酒生产啤酒 123.96 万吨，同比增长 2.65%。产能利用率为 59.03%。2019 年 1~3 月，珠江啤酒生产啤酒 23.56 万吨，产能利用率为 44.88%。

表 10：2018 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
2018	佛山市顺德区美安达彩印包装有限公司	1.06	4.39%
	粤海永顺泰（广州）麦芽有限公司	0.69	2.85%
	广东华兴玻璃股份有限公司	0.66	2.76%
	广州麦芽有限公司	0.64	2.65%
	广西北流建铨玻璃有限公司	0.57	2.35%
合计		3.60	15.01%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。近年来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。2018 年公司实现啤酒销售量为 123.96 万吨，同比增长 2.45%，产销率为 100.00%，同年公司啤酒销售收入为 38.65 亿元，同比增长 4.83%。2019 年 1~3 月，公司啤酒销量为 22.77 万吨，实现销售收入 7.49 亿元。

表 11：2016~2019.Q1 公司啤酒生产销售情况

单位：万吨

	2016	2017	2018	2019.Q1
销量	116.20	120.99	123.96	22.77
产量	115.31	120.76	123.96	23.56
产能	210.00	210.00	210.00	210.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 12：2018 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
2018	惠东县吉隆融兴贸易商行	2.63	7.13%
	台山市韦德贸易有限公司	1.96	5.33%
	东莞市大朗祺鑫百货经营部	1.43	3.89%
	佛山市范德贸易有限公司	1.32	3.58%
	中山市南头镇二二六百货商行	1.23	3.32%
合计		8.57	23.24%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司新增产业服务业务，为公司营业收入规模形成了良好的补充

2018 年，公司新增产业服务业务。公司产业服务业务主要由子公司广州工业发展集团有限公司（以下简称“工发集团”）负责。根据《广州市国资委关于广州工业发展集团有限公司无偿划转给广州国资发展控股有限公司的通知》（穗国资产权【2018】23 号），广州市国资委将持有工发集团的 100% 股权无偿划拨给公司。工发集团公司成立于 1995 年 7 月，注册资本 36.97 亿元，截至 2018 年末，总资产为 17.42 亿元、净资产为 6.59 亿元，广州国发对其的持股比例为 100.00%。

工发集团业务主要分为三大板块：产业服务、音乐文化教育和健康食品。公司产业服务业务收入主要来源于工发集团的产业服务板块，2018 年占总产业服务业务收入的比重约 95%。产业服务主要为贸易业务，以采购执行或销售执行的方式，与华电集团、中铁建集团、华润集团、四川路桥、云南水泥、广东省建筑工程、无线电集团等国有企业合作，并以怡亚通、腾邦国际、广州浪奇等上市企业为核心开展的商业保理业务。公司产业服务业务收入主要来源于工发集团的产业服务板块，2018 年占总产业服务业务收入的比重约 95%。

供应商方面，2018 年公司产业服务业务前五名供应商为广州化工交易中心有限公司、福建紫金贸易有限公司、河北物流集团金属材料有限公司、广州市华宇声电器有限公司和广州市和旭贸易有限公司，采购金额为 26.02 亿元，占营业成本的比例为 8.47%，集中度较低。

表 13：2018 年公司产业服务业务前五名供应商情况

单位：亿元

期间	供应商名称	采购金额	占营业成本比
2018	广州化工交易中心有限公司	17.55	5.71%
	福建紫金贸易有限公司	4.29	1.40%
	河北物流集团金属材料有限公司	1.85	0.60%
	广州市华宇声电器有限公司	1.25	0.41%
	广州市和旭贸易有限公司	1.08	0.35%
合计		26.02	8.47%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售对象方面,2018 年公司产业服务业务前五名销售对象为河北物流集团金属材料有限公司、广州金博物流贸易集团有限公司、江西博能上饶线材有限公司、江西博能实业集团有限公司和广州风行商贸有限公司,销售金额为 28.48 亿元,占营业收入的比例为 54.43%。

表 14: 2018 年公司产业服务业务前五名供应商情况

单位: 亿元

期间	供应商名称	采购金额	占营业成本比
2018	河北物流集团金属材料有限公司	8.58	16.40%
	广州金博物流贸易集团有限公司	5.53	10.58%
	江西博能上饶线材有限公司	5.31	10.15%
	江西博能实业集团有限公司	5.06	9.66%
	广州风行商贸有限公司	4.00	7.65%
合计		28.48	54.43%

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。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)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。

截至 2018 年末, 公司联营企业主要包括深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东红海湾发电有限公司、越秀金控和华融证券, 主要布局电力和金融行业, 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。

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 2019 年 3 月末, 公司主要在建项目计划总投资 129.86 亿元, 已完成投资 19.38 亿元; 拟建项目计划总投资 59.49 亿元。

表 15：截至 2019 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	预计完工时间
电力项目：				
台山渔业光伏产业园一期 50MW 项目	39,211	31,212	100%	2019 年
河源连平大湖地面光伏电站项目	18,631	12,804	100%	2019 年
新建一批分布式光伏项目	16,047	3,082	100%	2019 年
广州发展连平隆街农业光伏项目	31,273	13,551	100%	2019 年
广州发展太平分布式能源站项目	69,281	15,464	100%	2020 年
台山渔业光伏产业园二期项目	24,714	12,048	100%	2019 年
韶关武江地面光伏项目	33,120	119	100%	2019 年
天然气项目：				
广州市天然气利用工程四期工程项目	696,690	95,192	100%	2021 年
啤酒项目：				
珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	181,405	3,786.19	100%	2020 年
现代化营销网络建设及冷链物流体系建设项目	100,780	5,249.44	100%	2020 年
信息化平台建设及品牌推广项目	60,045	443.44	100%	2020 年
O2O 销售渠道建设及推广项目	30,428	881.04	100%	2020 年
在建合计	1,301,625	193,832	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 16：截至 2019 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
电力项目：		
广州发展明珠生物医药健康产业园能源站	69,058	100%
沙太北分布式能源站项目	1,980	100%
新建一批地面光伏、分布式光伏、充电站（桩）项目	25,588	100%
中电荔新燃煤耦合污泥发电技改项目	2,522	100%
天然气项目：		
广州 LNG 应急调峰气源站项目	437,842	100%
啤酒项目：		
东莞市珠江啤酒有限公司扩建项目	45,280	100%
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%
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%
拟建合计	594,870	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

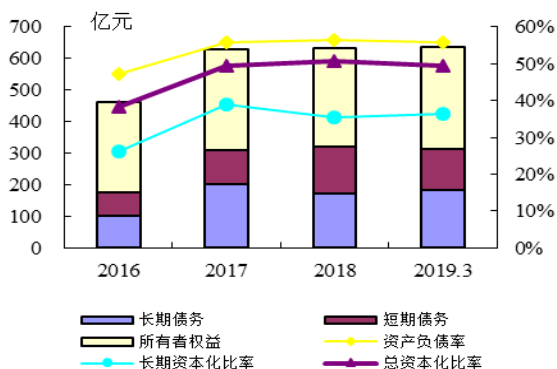
财务分析

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 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 年和 2018 年审计报告以及未经审计的 2019 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

2018 年公司资产规模保持稳定，截至 2018 年末，公司资产总额 716.28 亿元，同比增长 0.01%。自有资本方面，受可供出售金融资产公允价值减少使得其他综合收益下滑影响，截至 2018 年末公司所有者权益同比下降 1.57%至 312.11 亿元；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 2018 年末公司总负债 404.18 亿元，同比增长 1.26%；财务杠杆方面，受负债增长影响，公司资产负债率亦略有上升，截至 2018 年末公司资产负债率 56.43%，总资本化比率 50.81%。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 728.10 亿元、总负债 406.52 亿元、资产负债率 55.83%、总资本化比率 49.41%。

图 6：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2018 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 207.90 元和 508.39 亿元，占总资产比例分别为 29.02%和 70.98%。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 49.30%、8.24%、11.77%和 22.88%。其中，货币资金增长 25.53%至 102.48 亿元，主要系银行存款增长 25.30%

至 101.32 亿元；应收账款增长 30.48%至 17.13 亿元，主要系应收的未结算电费以及货款；存货下降 2.50%至 24.46 亿元，主要系原材料及库存商品等；其他流动资产下降 28.40%至 47.56 亿元，主要系理财产品减少 37.59%至 27.93 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 23.45%、23.11%和 38.55%。其中，可供出售金融资产减少 7.76%至 119.22 亿元，主要系公司对广东粤电靖海发电有限公司、广州环保投资集团有限公司、芜湖歌斐景泽投资中心（有限合伙）等公司的投资，此外公司对白云山、广州浪奇、岭南集团、广汽集团和中国电力建设股份有限公司的投资计入按公允价值计量的可供出售金融资产中；长期股权投资增长 0.11%至 117.47 亿元，其中对联营企业投资 112.99 亿元，主要系公司对深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东红海湾发电有限公司、越秀金控和华融证券等公司的权益；固定资产下降 3.65%至 195.96 亿元，主要系房屋建筑物 80.72 亿元和机器设备 269.77 亿元。

负债结构方面，截至 2018 年末，公司流动负债和非流动负债分别为 211.82 亿元和 192.35 亿元，占总资产比例分别为 52.41%和 47.59%。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 26.57%、11.98%和 41.86%。其中，短期借款减少 43.93%至 56.28 亿元，主要系保证借款 11.82 亿元和信用借款 44.10 亿元；应付账款下降 9.79%至 25.38 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 5,245.49%至 88.67 亿元，主要系公司转入一年内到期的应付债券 79.56 亿元，其中由于公司债“16 穗发 01”的投资者存在于 2019 年 11 月 16 日行使投资者回售权的可能，公司将“16 穗发 01”全额转入一年内到期的应付债券中。

截至 2018 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 36.46%和 47.29%，其中，长期借款增长 45.14%至 70.14 亿元，主要系质押借款 17.70 亿元和信用

借款 51.64 亿元；应付债券减少 36.31%至 90.96 亿元，减少原因主要系部分债券转入一年内到期的应付债券影响。

表 17：截至 2018 年末公司存续债券情况

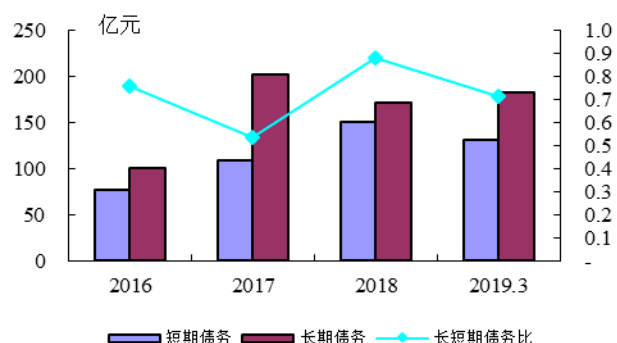
单位：亿元

债券	发行规模	发行利率	发行期限
16 广州国资 PPN	25.00	3.68%	2016.03~2019.03
16 穗发 01	30.00	3.28%	2016.11~2021.11
17 穗发 01	30.00	4.70%	2017.04~2020.04
18 穗发 01	22.00	4.84%	2018.04~2023.04
12 广控 01	23.50	4.74%	2012.06~2019.06
17 广州发展绿色债 01	24.00	4.94%	2017.09~2022.09
17 粤发电 MTN001	15.00	5.13%	2017.04~2022.04
合计	169.50	-	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

有息债务方面，截至 2018 年末公司总债务 322.41 亿元，同比增长 3.64%。其中，短期债务增长 39.02%至 150.84 亿元，主要系应付债券转入一年内到期的应付债券影响；长期债务减少 15.32%至 171.57 亿元。同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.88 倍，同比增长 34 个百分点，公司短期偿债压力有所加大。截至 2019 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 314.05 亿元和 0.71 倍。

图 7：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 18：截至 2019 年 3 月末公司有息债务到期情况

单位：亿元

	2019.4~12	2020	2021	2022
到期债务	130.76	69.92	46.76	84.31

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，资产规模和负债规模较为稳定，但

受存续债券陆续到期影响，公司短期内偿债压力有所加大。

盈利能力

2018 年，公司营业总收入 357.44 亿元，同比增长 7.57%，主要由电力业务收入、燃料业务收入、啤酒业务收入和产业服务业务收入构成。按业务板块来看，受电价调控影响，公司 2018 年供电收入减少 9.33%至 72.69 亿元；受煤炭销售量增长影响，2018 年公司燃料业务收入增长 11.23%至 145.11 亿元；受燃气业务范围的扩大影响，公司燃气业务收入增长 16.11%至 38.36 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，2018 年啤酒收入增长 4.83%至 38.65 亿元；公司产业服务业务逐渐扩大，2018 年收入增长 6.44%至 52.31 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 82.89 亿元。

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率 12.81%，基本保持稳定，但受毛利率水平较低的产业服务业务收入占比较大影响，整体毛利率水平较低。其中，受上网电价较高的光伏发电和风力发电发电量增长影响，2018 年公司电力业务增长 1.48 个百分点至 14.02%；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%；受公司发展价格较高的精酿啤酒和高端啤酒影响，公司 2018 年啤酒业务毛利率上升 0.40 个百分点至 38.99。2019 年 1~3 月，公司的毛利率为 10.42%。

期间费用方面，近年公司期间费用呈平稳增长趋势，2018 年公司的三费合计金额增长 26.55%至 38.05 亿元，主要系财务费用增长影响。2018 年，受产业服务等业务发展影响，销售费用曾查个 5.96%至 10.20 亿元；同期，管理费用增长 15.05%至 11.98 亿元，主要为职工薪酬。此外，受 18 年新增发行 18 穗发 01 影响，财务费用增长 43.30%至 11.98 亿元。2018 年公司三费收入占比为 10.64%，公司对期间费用的控制能力较强。2019 年 1~3 月，公司三费合计 8.26 亿元，占营业收入的比例为 9.97%。

表 19：2016~2019.Q1 公司期间费用情况

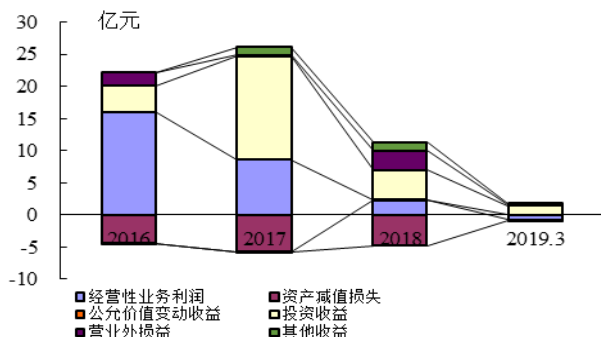
单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	9.36	9.62	10.20	2.13
管理费用	10.45	10.42	11.98	2.48
研发费用	-	1.67	3.89	0.55
财务费用	6.24	8.36	11.98	3.10
三费合计	26.04	30.06	38.05	8.26
营业总收入	258.53	332.28	357.44	82.89
三费收入占比	10.07%	9.05%	10.64%	9.97%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 11.27 亿元，同比减少 46.14%，减少原因主要系期间费用增长和投资收益减少。公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益。受营业成本和期间费用增长影响，2018 年公司经营性业务利润有所减少。同期，公司获得投资收益 4.61 亿元，同比增减少 71.30%；同期公司其他收益为 1.35 亿元，主要来自于政府补助。2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 1.02 亿元。

图 8：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



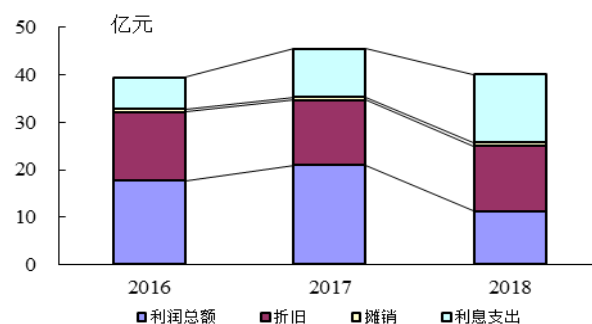
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，近年来公司经营状况稳定，业务规模不断扩大，受产业服务业务收入占比较大影响，公司毛利率水平较低，盈利能力有所下降。

偿债能力

2018 年公司经营活动净现金流 19.22 亿元，同比下降 29.84%，减少原因主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增长。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，2018 年公司经营活动净现金流对债务的覆盖倍数为 0.06 倍，对利息的覆盖倍数为 1.32 倍。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、财务性利息支出和折旧构成。受债务规模扩大影响，公司财务性利息支出有所增长，2018 年公司财务性利息支出增长 40.98%至 14.39 亿元。但受利润总额下降影响，公司 EBITDA 有所减少，2018 年公司 EBITDA 减少 1.90%至 40.07 亿元。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 8.05 倍、EBITDA 利息倍数为 2.74 倍。受 EBITDA 减少和债务增长影响，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所下降。

表 20：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	540.73	716.22	716.28	728.10
总债务（亿元）	177.49	311.10	322.41	314.05
资产负债率（%）	47.20	55.73	56.43	55.83
总资本化比率（%）	38.34	49.52	50.81	49.41
经营活动净现金流（亿元）	31.82	27.40	19.22	7.17
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.09	0.06	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	4.71	2.67	1.32	1.90
EBITDA（亿元）	39.42	45.48	40.07	-
总债务/EBITDA（X）	4.50	6.84	8.05	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.83	4.44	2.74	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司获得授信总额 826.15 亿元，已使用额度 158.90 亿元，未使用额度 667.25 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司受限资产为 8.38 亿元，其中受限的货币资金 4.17 亿元。

对外担保方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 1.42 亿元，占净资产的比例为

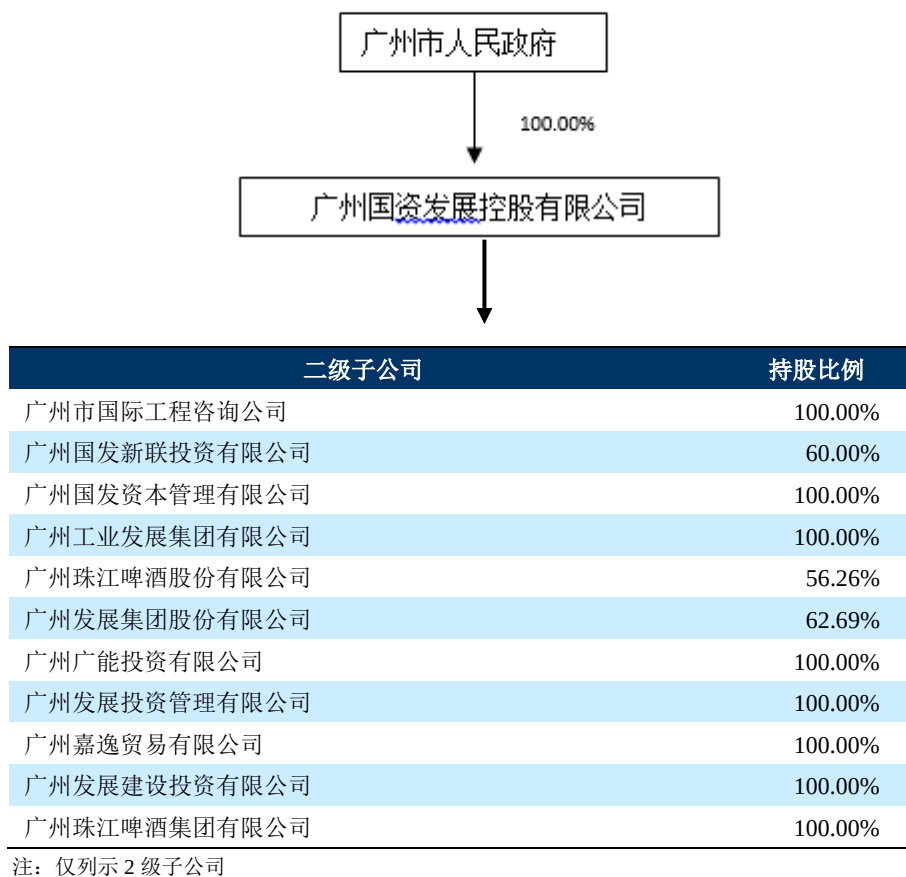
0.45%。

总的来看，公司资产规模稳定，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，公司利润总额和 EBITDA 虽有所减少，但整体偿债能力极强。

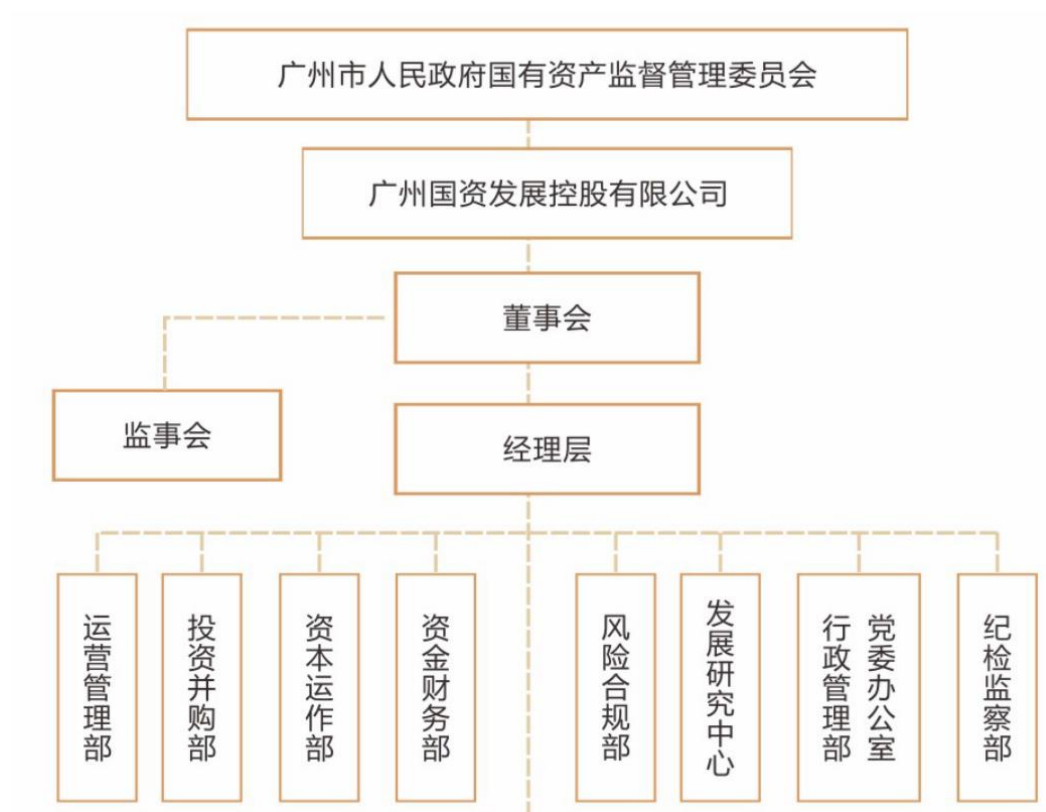
结 论

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 2019 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 2019 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	504,225.64	816,396.25	1,024,832.58	778,773.29
应收账款净额	123,753.64	131,252.29	171,254.56	171,549.64
存货净额	248,179.90	250,883.37	244,609.22	210,633.94
流动资产	1,269,553.11	2,020,836.42	2,078,961.40	1,870,673.08
长期投资	1,586,570.22	2,466,127.63	2,366,931.90	2,539,378.82
固定资产合计	2,253,703.53	2,185,947.74	2,108,716.08	2,193,630.75
总资产	5,407,299.50	7,162,231.13	7,162,819.59	7,281,019.80
短期债务	764,488.47	1,084,965.01	1,508,365.62	1,307,629.01
长期债务	1,010,457.73	2,026,023.58	1,715,715.44	1,832,832.93
总债务（短期债务+长期债务）	1,774,946.20	3,110,988.60	3,224,081.07	3,140,461.94
总负债	2,552,481.88	3,991,194.10	4,041,676.03	4,065,238.86
所有者权益（含少数股东权益）	2,854,817.62	3,171,037.03	3,121,143.57	3,215,780.94
营业总收入	2,585,261.66	3,322,798.20	3,574,440.90	828,896.77
三费前利润	420,259.86	386,714.03	403,743.17	75,353.55
投资收益	41,171.02	160,609.94	46,095.49	14,580.45
净利润	124,338.43	136,591.24	75,910.51	6,243.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	394,156.89	454,755.10	400,652.52	-
经营活动产生现金净流量	318,221.02	274,005.83	192,243.24	71,690.14
投资活动产生现金净流量	-738,365.10	-1,384,873.92	69,245.45	-234,765.16
筹资活动产生现金净流量	73,401.21	1,300,792.90	-46,527.81	-72,729.36
现金及现金等价物净增加额	-346,791.35	190,005.38	215,016.99	-235,868.61
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	18.19	12.92	12.36	10.42
所有者权益收益率（%）	4.36	4.31	2.43	0.78
EBITDA/营业总收入（%）	15.25	13.69	11.21	-
速动比率（X）	0.76	1.03	0.87	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.09	0.06	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.42	0.25	0.13	0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	4.71	2.67	1.32	1.90
EBITDA 利息倍数（X）	5.83	4.44	2.74	-
总债务/EBITDA（X）	4.50	6.84	8.05	-
资产负债率（%）	47.20	55.73	56.43	55.83
总资本化比率（%）	38.34	49.52	50.81	49.41
长期资本化比率（%）	26.14	38.98	35.47	36.30

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；3、2019 年 1 季度所有者权益收益率为年化后数据。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。