



信用等级通知书

信评委函字[2012] 008号

广州发展实业控股集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广州发展实业控股集团股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望正面；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一二年三月九日

广州发展实业控股集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）信用评级报告¹

债券信用等级	AA ⁺
主体信用等级	AA ⁺
评级展望	正面
发行主体	广州发展实业控股集团股份有限公司
申请规模	不超过人民币47亿元
发行规模	人民币23.5亿元
债券期限	7年期，附第5年末发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
偿还方式	按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

广州控股	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	106.68	117.78	119.22	121.27
总资产（亿元）	154.26	173.10	205.88	225.41
总债务（亿元）	35.61	44.91	75.36	91.43
营业总收入（亿元）	75.67	88.59	108.18	28.90
营业毛利率（%）	18.55	16.63	10.67	13.76
EBITDA（亿元）	18.35	19.28	15.20	5.02
所有者权益收益率（%）	9.56	9.08	5.08	6.60
资产负债率（%）	30.85	31.96	42.09	46.20
总债务/EBITDA（X）	1.94	2.33	4.96	4.55
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	12.45	4.52	4.42

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、2012年第一季度末所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“广州发展实业控股集团股份有限公司（以下简称“广州控股”或“公司”）2012 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定广州控股主体信用等级为 AA⁺，评级展望为正面。该级别反映了广州控股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。中诚信证评肯定了公司良好的区域经济环境、突出的区域垄断优势、较强的盈利能力及稳定的获现能力等有利评级因素。同时，中诚信证评也关注到煤价持续高位运行对火电企业造成的经营压力、参股电厂盈利波动对公司利润的影响以及未来持续增加的资本支出等因素对公司盈利稳定性存在的影响，进而可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 良好的区域经济环境。近年来广州市综合经济实力不断增强，城市产业化结构不断优化，未来区域经济将继续在现代服务业、先进制造业以及高新技术产业的带动下稳步增长；同时地方政府不断增强的财政实力也将对电力等城市公共事业的发展形成有力保障。
- 区域垄断优势突出。公司是广东省骨干电力企业之一，广州市三分之一以上的规模机组由公司直接控制。近期集团公司燃气资产的注入后，公司将成为广州市城市燃气高压管网的唯一建设和购销主体。
- 较强的盈利能力和稳定的获现能力。公司电力生产和煤炭贸易业务盈利能力较强，现金获取能力稳定，对债务本息偿付具备很强的保障能力。随着近期集团公司的燃气资产注入，公司获利和获现能力有望得到进一步提升。

分 析 师

刘 固 gliu@ccxr.com.cn
宋 诚 csong@ccxr.com.cn
肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 14 日

关 注

- 煤价持续高位运行对火电企业经营造成的严重影响。近年来煤电价格陷入轮番上涨的恶性循环，国家出台的煤电联动机制实施效果不甚理想，火电企业亏损面持续扩大对国家电力供应安全构成严重影响，未来电煤价格的走势仍将是影响火电企业盈利水平的关键因素。
- 投资收益的波动性。由于公司参股公司主要为火电企业，近年来煤价波动对电力企业盈利水平影响较大，造成公司投资收益呈现明显的波动性。
- 资本支出压力加大。根据公司战略规划，未来公司将大力发展以电力、煤炭、油品天然气为核心业务的三大产业，积极向上下游延伸，各业务板块仍将保持较高的资金投入，因此资本支出压力较大。

¹ 2012年3月9日，中诚信证评出具了信评委函字【2012】008号文的“广州发展实业控股集团股份有限公司2012年公司债券（第一期）信用等级通知书”。2012年4月27日，公司公布了2011年年报及2012年第一季度季报，中诚信证评对评级报告进行了相应更新。同时，中诚信证评对该期间公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有级别及评级展望，并将报告日期更新至2012年5月14日。

公司概况

广州发展实业控股集团股份有限公司（以下简称“广州控股”或“公司”）原名广州电力企业集团股份有限公司，是经广州市人民政府穗府函【1997】82号文批复批准，并经中国证监会证监发字【1997】364、365号文复审同意，通过公开发行股份，以募集设立方式成立的股份有限公司。1997年7月18日，公司向社会公众发行的人民币普通股10,000万股（含公司职工股1,000万股）在上海证券交易所正式挂牌²。1998年6月9日经公司临时股东大会批准，并报广州市工商行政管理局核准，公司正式更名为“广州发展实业控股集团股份有限公司”。此后公司经历了一系列配股送股及股权转让，截至2012年3月末，公司总股本为205,920万股，其中广州发展集团有限公司（以下简称“集团公司”）持有公司67.27%的股权，是公司的控股股东；中国长江电力股份有限公司作为战略投资者持有公司11.19%的股权。广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）全资持有集团公司股权，因此是公司的实际控制人。

公司目前业务主要分成电力生产、煤炭贸易和油品天然气三个板块，其中电力、煤炭业务是公司收入和利润的主要来源。电力生产业务方面，公司是广东省三大电力企业之一，截至2012年3月末，公司可控装机容量为318万千瓦³，权益装机容量为316.86万千瓦。煤炭贸易业务方面，公司市场煤销量在珠三角地区处于领先地位，拥有面向珠三角的煤炭营销网络，目前已经基本形成了资源、运输、中转、销售的一体化产业链。

截至2011年末，公司总资产205.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.22亿元；2011年公司实现营业总收入108.18亿元，净利润6.06亿元，经营活动现金净流量5.45亿元。截至2012年3月末，公司总资产225.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）121.27亿元；2012年1~3月，公司

² 其中向公司职工配售的1000万股公司职工股按照国家有关规定于从正式挂牌之日起半年后上市交易。

³ 包括广州珠江电力有限公司、广州东方电力有限公司、广州珠江天然气发电有限公司和佛山恒益发电有限公司。

实现营业总收入28.90亿元，净利润2.00亿元，经营活动现金净流量3.48亿元。

本期债券概况

表1：本期公司债券概况

债券概况	
债券品种	公司债券
本次债券申请规模	不超过人民币47亿元
本期债券发行规模	人民币23.5亿元
债券期限	7年期，附第5年末发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
还本付息期限和方式	按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	扣除相关发行费用后，公司拟将本期债券募集资金用于偿还公司控股子公司的原有债务和补充公司营运资金。

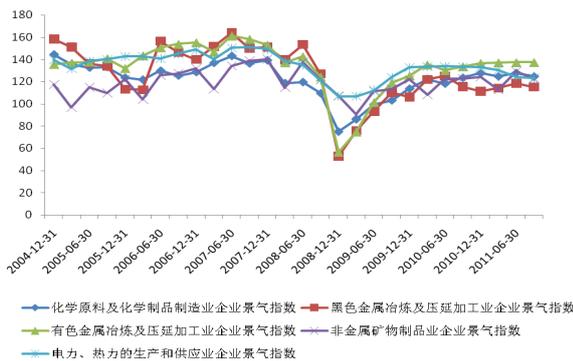
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

电力生产行业

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2000~2007年期间中国经济进入新一轮增长周期，产业开始迈入重工业化阶段，受下游钢铁、有色、化工、建材四大高耗能行业投资升温的影响，同期中国电力需求保持了较快的增长速度，2000~2007年中国全社会用电量年复合增长率达到了13.63%。2008-2009年期间受金融危机影响，中国宏观经济增速放缓，全社会用电量年均增速降至6.18%，但是从2009年下半年起，受到一系列经济刺激政策影响，中国宏观经济逐步企稳回升，拉动了全国电力消费的同步增长，从2009年6月开始全社会月度用电量同比增长率由负转正，且增速持续加快。2009年电力需求增速呈现前低后高的特征，全年全社会用电量达到3.64万亿千瓦时，同比增长5.96%。2010年全社会用电量延续了2009年下半年开始的回升态势，增速进一步升至14.56%，基本恢复到了危机前的增幅水平。2011年1-9月，全年全社会用电量达到3.52万亿千瓦时，同比增长11.95%。

图 1：四大高耗能企业以及电力企业景气指数

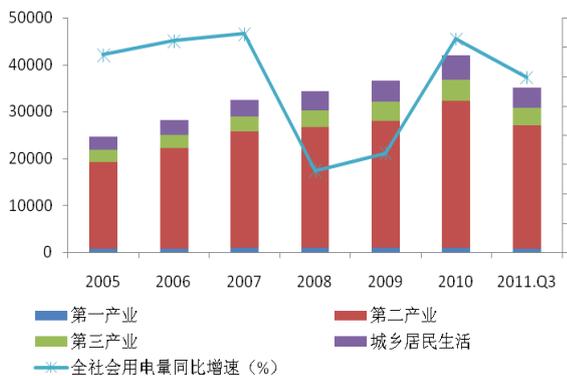


资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

从用电量同比增长贡献率情况看，第二产业是支撑全社会用电需求增长的主要产业。2008~2009年，受宏观经济波动的影响，其贡献率明显降低。2010年，受益于钢铁、有色、化工、建材四大高耗能行业产能得到释放，带动同期第二产业用电量贡献率显著回升。“十二五”期间国家逐步加大节能减排力度，同时对高耗能行业的产能扩张进行限制，因此主要高耗能企业未来产能扩张空间有限，其对用电量增长的拉动效应也将逐渐减弱，预计未来全社会用电量的同比增速也将趋于平稳。

图 2：全社会用电结构以及增速情况

单位：亿千瓦时，%

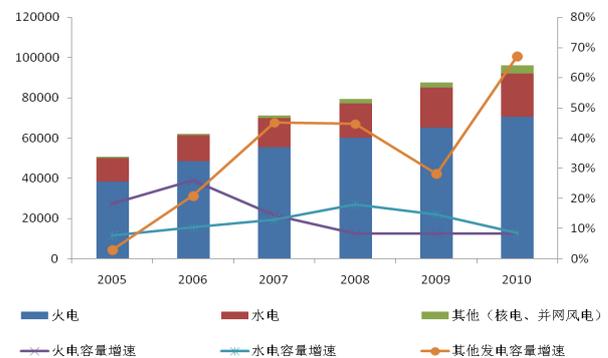


资料来源：中电联，中诚信证评整理

供给方面，从电源结构来看，一直以来火电和水电机组都是中国电力生产的主力，截至 2010 年末全国火电和水电机组的装机容量分别为 7.10 亿千瓦和 2.16 亿千瓦，占总装机容量的比重分别为 73.50%和 22.36%。从装机增速来看，2003~2007 年间中国发电装机容量进入高速发展阶段，同期的装机容量年复合增长率达到了 16.19%。随后国家为防止电源项目投资过热，专门出台了相关政策，通过在项目用地预审、贷款控制、环境评估等方面进

行限制，从而达到对电源项目调控的目的。2008 年和 2009 年，国内新增装机容量同比增速不到 8%，2010 年电源装机增速仅为 10.56%，较 2006 年（22.34%）下滑了 11.78 个百分点。分结构来看，火电装机增速下滑是近年来总装机增速下降的主要原因；水电方面，近年来项目审批受库区移民补偿和环境保护等问题的影响，“十一五”后期的增速也出现了一定程度的下降；而受益于国家对新能源开发的鼓励政策，风电装机容量高速增长，2008 年到 2010 年期间年均增速达到了 94.84%。

图 3：2005~2010 年电力输电能力及装机增长情况



资料来源：恒生聚源，中诚信证评研究

从设备利用小时数来看，2003~2007 年期间，由于大规模的发电项目投产运行，全国性电力供需矛盾逐步得到缓解，全国发电设备平均利用小时数自 2006 年开始下降，2008~2009 年上半年受下游需求增速回落的影响，全国发电设备平均利用小时数持续下降。2009 年下半年开始，中国经济在政策推动下企稳回升，下游高耗能行业产能得到释放，加上“十一五”后期电源投资增速下降，电力行业供应偏宽松的局面逐步转向紧张，在此期间区域性、季节性、时段性缺电的特征较为明显。分电源结构看，水电机组近年来受来水的影响，设备利用率呈现出明显的波动态势，2011 年主要水电大省来水情况的恶化直接导致当年 1-9 月水电设备平均利用小时数（2388 小时）较去年同期下降了 301 小时；为确保同期的发电任务顺利完成，火电设备利用率呈现出回升态势，2010 年火电设备利用小时数同比增长 166 个小时，2011 年 1-9 月份，火电设备平均利用小时数（3986 小时）比去年同期增长 193 小时，继续保持上升趋势。

表 2: 全国 6000 千瓦及以上电厂累计平均设备利用小时数

时间	全部发电设备	火电设备	水电设备
2006	5221	5633	3434
2007	5011	5316	3532
2008	4677	4911	3621
2009	4546	4865	3328
2010	4660	5031	3429

资料来源: 中电联, 中诚信证评研究

电价方面, 目前各地区上网电价仍主要由国家发改委制定, 即政府定价, 是由政府价格主管部门根据发电项目经济寿命周期, 按照合理补偿成本、合理确定收益和依法计入税金的原则核定, 实际操作中基本是“一厂一价”、“一机一价”。目前中国 80% 以上的电量是由火电机组供应, 对火电企业来说, 电煤成本占据其生产成本 60% 以上。近年来上游煤炭价格已经基本实现了完全放开, 而电价市场却仍受到政府的管制, 因此电煤价格的波动成为了影响火电企业稳定经营的主要风险。虽然国家 2004 年开始实行的煤电联动政策, 并于 2005 年 5 月和 2006 年 6 月两次启动了煤电价格联动机制, 在一定程度上缓解了火电企业的成本压力, 但是由于煤电联动政策未形成完全的市场化运作, 国家在制定电价的同时还需考虑宏观经济层面的其他因素, 制约了煤电联动政策的实施, 同时由于上游煤炭价格完全放开, 电价调整逐步陷入了煤价-电价螺旋上涨的恶性循环, 使得政策的实施效果不甚理想。2008 年开始持续高位运行的煤炭价格使得火电企业亏损状况日益恶化, 以五大发电集团⁴为例, 2008-2010 年, 五大发电集团运营的 436 个火电企业合计亏损额为 602.57 亿元, 2010 年亏损企业占比达到了 54%。

中诚信证评认为, “十二五”期间高耗能行业对用电量增长的拉动效应将逐步减弱, 全社会用电需求增速将逐步趋缓。而供给方面, 未来中国水电和风电为代表的清洁能源将在国家政策鼓励下将继续保持高速增长, 但是从中长期来看, 以火电为主导的电源分布结构不会发生改变, 未来电煤价格的走势仍将是影响火电企业盈利水平的关键因素。

煤炭行业

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了长期

以来能源消费以煤炭为主的现实。近年来随着中国工业化和城镇化的不断推进, 能源消费持续增长, 中国煤炭需求亦在下游行业的拉动下保持旺盛。从煤炭下游需求四个高耗煤行业来看, 电力行业近年来随着经济的稳定发展, 发电量表现出较好增长态势; 钢铁行业在全国固定资产投资快速增长的拉动下, 产量也在不断提高, 2010 年钢材产量为 6.27 亿吨, 同比增长 9.6%, 2011 年前三季度粗钢产量为 5.26 亿吨, 同比增长 10.7%; 水泥建材行业方面, 2010 年以来水泥行业保持较高景气度, 2010 年水泥产量为 18.64 亿吨, 同比增长 13.84%, 2011 年前三季度水泥产量为 15.13 亿吨, 同比增长 18.11%; 化工行业方面, 2010 年以来, 受产能相对过剩以及节能减排的影响, 化肥等传统煤化工开工不足, 但新型煤化工发展仍表现出较好的增长势头。

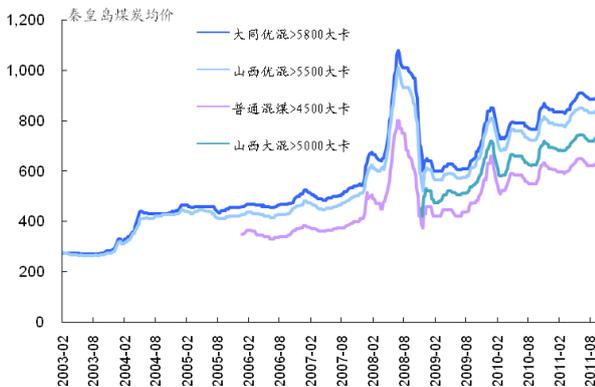
2011 年 9 月国务院发布的《“十二五”节能减排综合性工作方案》中明确了节能的主要目标是“到 2015 年, 全国万元国内生产总值能耗下降到 0.869 吨标准煤(按 2005 年价格计算), 比 2010 年的 1.034 吨标准煤下降 16%; ‘十二五’期间, 实现节约能源 6.7 亿吨标准煤”, 并将节能减排目标责任评价纳入政府绩效和国有企业业绩管理, 实行问责制。“十二五”期间中国经济增长方式的逐步转变和节能减排政策的逐步实施将使得宏观经济步入稳定发展通道, 以煤炭为主的能源消费增速也将逐步趋缓。

供给方面, 近年来煤炭行业固定资产投资保持快速增长, 2004~2010 年复合增长率为 32.33%, 2010 年达到 3,770 亿元。行业固定资产投资的快速增长带来了同期产能的快速扩张。根据国家煤监局统计数据, 截至 2010 年底全国煤炭总产能已达 36.91 亿吨, 当年全国原煤产量达到 32.4 亿吨, 同比增长 8.98%; 随着主要产煤大省煤炭行业整合的初步完成, 预计 2011 年全行业产量将超过 35 亿吨。运力方面, 由于中国煤炭储量较为集中, 以山西、陕西、蒙西构成的“三西”地区是主要的产煤大省, 而全国煤炭消费主要集中在京津冀、华东地区, 因此长期以来西煤东运的铁路运力构成了中国煤炭供应的主要制约因素。根据中国铁道部数据显示, 2000~2010 年期间中国铁路重要资源煤炭运量从 6.85 吨增加至 18.69 吨, 年均增幅为 10.56%, 2011 年中国

⁴ 五大发电集团是中国华能集团、中国大唐集团、中国华电集团、中国国电集团、中国电力投资集团。

煤炭铁路运量预计可以达到 22.70 亿吨，但是相比同期原煤产量增速仍有一定差距，影响了煤炭的有效供给，因此在一定程度上加大了煤炭价格的波动。

图 4：近年来秦皇岛煤炭均价走势



资料来源：SXGOAL，中诚信证评整理

煤价方面，中国煤炭价格从 2002 年起完全实行市场化。2007 年开始，政策性成本的增加、环保投入的加大导致煤炭出厂价格大幅度上涨，铁路运输瓶颈亦促使煤炭销售中间环节价格上升；部分贸易商的囤煤现象也对这一波涨价起到了推波助澜的作用。分煤种看，动力煤方面，煤炭资源整合使得中小煤矿对煤炭价格的影响减弱，大型煤炭企业议价能力加强；炼焦煤方面，中国炼焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。但是由于钢铁为焦煤主要下游，钢铁行业需求变化使得焦煤价格波动性较大；无烟煤方面，国内优质无烟煤资源集中于少数大型企业手中，企业议价能力较强，因此无烟煤能够维持相对较高的价格。

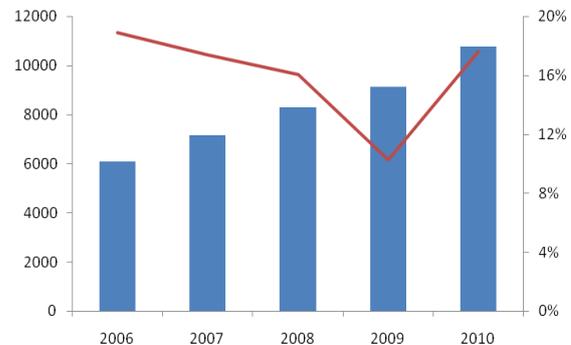
中诚信证评认为，“十二五”期间中国电力、钢铁、化工、水泥建材等高耗煤行业受产业结构调整，以煤炭为主的能源消费增速将受到一定限制，但是中长期来看未来工业化和城镇化的持续推进，煤炭行业仍将具备增长的潜力。

区域经济

广州是中国的南大门，是中国重要的商贸中心、制造业基地以及区域性金融中心，是广东省的政治、经济、科技、教育和文化中心。广州作为珠江三角洲经济圈之首，上世纪 80 年代凭借优越的地理位置、良好的基础设施、突出的成本优势率先发展成为了全国综合工业基地之一，2000 年广州地

区生产总值较 1978 年增长了近 60 倍。进入 21 世纪以后广州市开始调整和升级区域产业结构，逐步构建以现代服务业、先进制造业和高技术产业为主导的现代产业体系。从近年来产业结构变化趋势可以看出，第一、二产业比重下降，第三产业比重持续上升，截至 2010 年末，广州市第一、二、三产业增加值的比重分别为 1.8%，37.2%，61.0%。近年来广州市高新技术产业也取得了快速发展，2010 年全市规模以上工业高新技术产品产值为 5,670.71 亿元，占全市规模以上工业总产值比重达到了 38.50%，随着产业化升级进程的不断推进，广州市作为华南地区中心城市和交通通讯枢纽的地位也得到了有力巩固。

图 5：“十一五”广州地区生产总值及增速情况



资料来源：广州市统计局，中诚信证评整理

“十一五”期间，广州市综合经济实力不断增强，2006-2010 年地区生产总值年均增速达到了 13.5%，2010 年市 GDP 实现 10,604.48 亿元，在全国主要城市排名中仅低于上海（16872.42 亿元）和北京（13777.94 亿元）。随着地区经济的稳定发展，广州市政府的财政实力也在不断增强，“十一五”期间，广州市地方财政收入年均增速达到了 19.24%，2010 年广州市地方财政收入达到 872.65 亿元，同比增长 24.19%。

受益于广州区域经济的稳定增长和城市产业化升级，广州市同期的用电需求保持了稳定的增长速度。“十一五”期间，广州市用电量年复合增速达到了 8.02%，2010 年全市社会用电量为 625.90 亿千瓦时，同比增长 10.37%。由于整个广东省外购电量占比近 40%，近年来随着省外购西电增速趋缓，本地机组始终保持了较高的利用率，因此也使得广州地区的火电机组设备利用小时数显著高于同期全

国平均水平。

总体来看，近年来广州市城市产业化升级已经取得一定成效，未来区域经济在现代服务业、先进制造业和高技术产业发展的带动下，仍将呈现出稳定的增长势头。地方政府稳定的财政实力对电力等城市公共事业的发展也将提供有力的支持。

行业关注

近期电价上调方案及配套煤炭调控措施出台有利于疏导煤电矛盾，长期来看电力企业的政策性亏损不具有持续性，电价体制改革将继续推进，火电企业的盈利稳定性有望得到改善

2011年11月30日，为适当疏导电价矛盾，保障电力供应，缓解电力企业经营困境，国家发改委对绝大部分地区火电上网电价、部分水电上网电价和销售电价进行了调整。其中，火电上网电价的调整调价范围涉及全国29个省市，平均每度上调约2.6分，其中四川、贵州最高每度上调4分，蒙东最低每度1.7分，同时，跨省、跨区域电价也适当提高；另外，对电价水平偏低，经营困难的统调燃煤发电机组还可以适当多调。可再生能源电价附加标准提高至0.8分/千瓦时，脱硝电价展开试点，标准暂按0.8分/千瓦时执行。为确保煤电联动效果，发改委还对煤价提出调控措施，包括年度重点合同煤控制涨幅不得超过上年合同的5%；市场煤价实行最高限价，主要港口5500大卡电煤价格不得超过800元/吨，其他运输煤价不得超过2011年4月结算价格；国家还将清理各地针对煤炭征收的各种政府性基金和收费，降低煤炭企业经营成本，疏导煤价回归合理价位。从政策出台情况来看，此次上调是7年来的最高幅度，对火电行业整体盈利水平有较大的提升作用，同时配套出台的煤炭限价措施将确保近期煤电联动的实施效果。中长期来看，电煤价格仍将是影响火电企业稳定经营的主要因素，因此“市场煤，计划电”所导致的电力企业政策性亏损不具有持续性，未来随着电价体制改革的逐步推进，火电企业的盈利稳定性有望得到改善。

煤炭限价措施对煤炭行业负面影响有限，“十二五”期间资源整合仍是煤炭行业主旋律，行业集中度将不断提升，供给端对煤价的支撑力度也将不断提高

2011年11月30日发改委出台的煤炭限价措施，在合同煤方面明确了2012年的涨价空间，虽然在港口现货煤方面设置了上限，但是现货较合同价格仍有明显价差，未来煤企有可能通过提升现货比例提高收益；而取缔涉煤基金收费的情况将有利于减轻煤企政策成本，因此整体来看此次出台的限价措施对煤炭行业负面影响较为有限。“十一五”期间，山西、河南、陕西、山东、内蒙古等地相继启动了省内煤炭资源整合已经取得一定成效，截至2010年底已经形成了神华集团有限责任公司等亿吨级特大型煤炭生产企业5家，河南煤业化工集团有限责任公司等5,000万吨~1亿吨煤炭企业10家，1,000万吨~5,000万吨煤炭企业超过30家，千万吨级以上企业产量合计达到21.12亿吨，占全国煤炭原煤产量的65%以上，煤炭行业集中度显著提升。“十二五”期间，根据规划将加快全国14个大型煤炭生产基地建设，使基地内煤炭产量占比达90%以上；形成10个亿吨级、10个5,000万吨级的特大型煤炭企业，产量占比达60%；全国煤矿数量减少到1万处以下，因此资源整合仍将是“十二五”期间煤炭行业主旋律。随着各煤炭大省资源整合工作的继续推进，煤炭产业集中度不断提高，大型煤企对资源控制能力将会显著增强，供给端对煤价的支撑力度也将不断提高。

竞争优势

区位优势

公司是广东省第三大电力企业，多年来立足于珠三角地区，受区域经济良好的发展态势带动，各业务板块均取得了较好的经济效益。电力生产业务方面，目前广州市三分之一以上的规模机组由公司直接控制，公司下属的广州珠江电力有限公司（以下简称“珠江电力”）、广州东方电力有限公司（以下简称“东方电力”）均位于广州市的负荷中心，因此发电机组设备利用小时数高于全国火电设备的平均利用水平。2012年一季度，珠江电力与东方电力的设备利用小时数分别为1,439小时和1,576小时，而同期全国火电设备累计平均利用小时为1,295小

时。

煤炭业务方面，由于广东地区煤炭资源相对贫乏，加之近年来广东省逐步退出煤炭开采行业，省内煤炭需求几乎全部依赖外购。公司近年来凭借稳定的供货渠道和良好的运力保障，省内市场煤份额排名保持首位，2010年、2011年及2012年1-3月，公司在珠三角地区市场煤市场份额分别为20.38%、21.59%和19.99%。

天然气业务方面，根据公司2011年7月公布的预案，公司拟通过非定向增发的方式收购集团公司持有的广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）100%的股权。燃气集团是广州市天然气唯一购销主体、广州市天然气高压管网的唯一建设和运营主体。截至2010年12月31日，燃气集团已拥有约2,371公里城市燃气管网，并负责广州市天然气利用工程的建设与运营。2010年广州市供气量为115.25亿立方米，其中天然气供气量仅为6.13亿立方米，而根据广州西气东输项目计划，2015年广州市的天然气消费量将达到20亿立方米/年。公司该项预案于2012年3月28日获得了证监会发行审核委员会的审核通过，并于2012年5月7日收到证监会的正式批复⁵。因此近期集团公司的燃气资产注入后，公司区域的垄断优势将更加突出。

煤炭产业链一体化

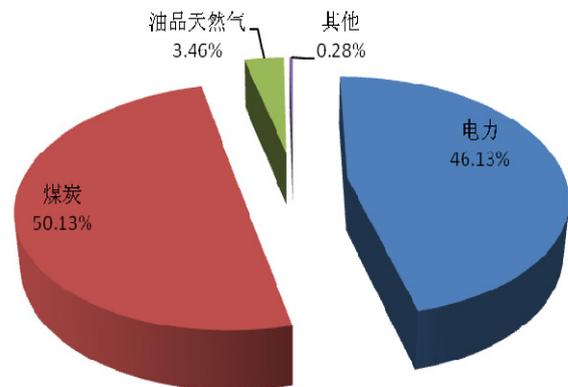
公司拥有面向珠三角的煤炭营销网络，近年来通过上下游整合已经基本形成了资源、运输、中转、销售一体化运营模式。资源方面，公司与上游神华、中煤、同煤、伊泰、山煤等国内大型煤企建立了稳定的战略关系，年度重点合同兑现率超过市场平均水平，约为70%，同时公司近年来还通过投资煤炭资源，积极向上游延伸。2006年公司与同煤集团等企业共同投资了新东周窑煤矿，公司持有30%的股权，该项目资源储量约17.60亿吨，并已经于2011年9月进入试产阶段，未来1~2年项目达产后预计年产原煤量将达到1000万吨。根据双方合同约定，该煤矿产量的40%全部供给公司控股子公司广州珠江电力燃料有限公司，有助于公司成本控制和

煤炭供应保证。运输方面，公司自有运力达到了39.12万吨，年运输能力约为750-850万吨，同时公司与中海、中远签订了年度运输合同确保年内海运计划的完成。中转方面，公司在广州南沙拥有年中转能力800多万吨的5万吨级专用煤码头和年周转量高达600万吨的34万吨配套煤场，另外公司还在曹妃甸港、广州港以及珠海港等拥有协议专用场地，完善公司在运输路线上的中转点布局，提高公司煤炭运输的中转能力。销售方面，公司市场煤与自身电厂的煤炭需求相互补充，保证了公司贸易业务较高的周转率。公司煤炭与电力业务之间产生的协同效应有利于降低上游煤价波动对公司经营造成的影响，提高公司的抗风险能力。

业务运营

公司目前业务主要分成三个板块：电力、煤炭贸易和油品天然气业务，其中电力和煤炭贸易是公司主要的收入和利润来源。2011年公司实现营业总收入108.18亿元，三个业务板块的收入占比分别为46.13%、50.13%和3.46%。

图 6：公司 2011 年各业务板块收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

⁵ 《关于核准广州发展实业控股集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2012]589号）。

电力生产

表 3: 截至 2012 年 1-3 月公司下属参控股电厂情况

电厂 ⁶	装机容量 (万千瓦)	权益比例	电源类型
珠江电力	60	50%	燃煤
东方电力	60	75%	燃煤
LNG 电厂	78	70%	天然气
沙角 B 电厂	70	35.23%	燃煤
恒益电厂	120	50%	燃煤
盘南电厂	240	16.50%	燃煤
汕尾电厂	252	25%	燃煤

资料来源: 公司提供、中诚信证评整理

公司是广东省骨干电力企业之一, 广州市最大的电力生产商。截至 2012 年 3 月底, 公司可控装机容量为 318 万千瓦, 权益装机容量为 316.86 万千瓦。目前公司参控股的电厂主要位于广州及周边地区, 并以燃煤机组为主。截至 2012 年 3 月末, 公司在广州地区的可控装机容量为 198 万千瓦, 占广州总装机容量的三分之一以上。

表 4: 公司下属电厂三年一期发电量及上网电量情况

	单位: 亿千瓦时			
	2009	2010	2011	2012.Q1
发电量	334.80	333.89	386.32	112.32
上网电量	315.26	313.94	363.54	106.21

资料来源: 公司提供、中诚信证评整理

电力生产方面, 由于公司参控股电厂主要位于广州及周边地区, 近三年来在该区域用电需求的拉动下, 公司发电量和上网电量基本保持稳定增长态势。2010 年由于公司电厂受机组大小修、脱硝技改工程以及亚运限产等因素影响, 当年公司下属电厂累计完成发电量 333.89 亿千瓦时, 上网电量 313.94 亿千瓦时, 同比分别下降 0.27% 和 0.42%。2011 年, 公司下属的恒益电厂 1 号和 2 号机组投产, 新增发电量 19.47 亿千瓦时、上网电量 18.45 亿千瓦时。受此因素推动, 公司 2011 年全年累计完成发电量 386.32 亿千瓦时, 上网电量 363.54 亿千瓦时, 同比分别增长 15.70% 和 15.80%。从运营指标来看, 公司凭借多年丰富的电厂运营经验, 下属控股电厂运营效率均保持在较高水平。公司每年都对外属控股电厂的火电机组进行技术改造, 以降低煤耗, 提高

⁶ LNG 电厂、沙角 B 电厂、恒益电厂、盘南电厂、汕尾电厂分别是指广州珠江天然气发电有限公司、深圳市广深沙角 B 电力有限公司、佛山恒益发电有限公司、贵州粤黔电力有限公司、广东红海湾发电有限公司, 均通过公司全资子公司广州发展电力投资有限公司参控股。

发电效率, 因此火电机组的发电小时数和燃煤效率一直处于广东省同类机组的前列。公司下属的珠江电力和东方电力均是广东省首家被评定为“国家一流火力发电厂”的企业, 其中东方电力的#3 机组还获得了“2006 年度全国火力发电可靠性 300MW 级金牌机组”称号。设备利用率方面, 由于珠江电力、东方电力均位于广州地区的电力负荷中心, 设备利用小时数高于全国火电设备的平均利用水平, 为公司创造了较好的经济效益。2012 年一季度, 珠江电力与东方电力的设备利用小时数分别为 1,439 小时和 1,576 小时, 而同期全国火电设备累计平均利用小时为 1,295 小时。环保指标方面, 珠江电力和东方电力的机组全部采用石灰石-石膏湿式脱硫工艺, 并分别于 2006 年 6 月和 2007 年 5 月投入试运行, 其脱硫后的各项指标全部达到国家环保要求。

电价方面, 公司下属电厂所发电量主要供应广东电网, 并接受其统一调度。广东省区域经济发展, 电价承受能力高, 目前广东省整体电价在全国范围处于较高水平, 因此区域内的电力生产企业利润空间较大。近三年来, 得益于国家启动的几次煤电联动机制, 公司下属电厂经历了多次电价调整, 整体基本表现为上调趋势, 在一定程度上为公司缓解了来自电煤价格方面的成本压力。2011 年 6 月, 公司接广东省物价局通知⁷, 从 2010 年 1 月 1 日起, 公司控股的珠江电力、东方电力、恒益电厂及参股的沙角 B 电力、汕尾电厂 1、2 号机组的上网电价在原有基础上提高 0.18 分/千瓦时(含税, 含脱硫)。

表 5: 2011 年 12 月起公司下属电厂上网电价情况

	上网电价
珠江电力	0.5012
东方电力	0.5406
LNG 电厂	0.5330
沙角 B 电厂	0.4918
盘南电厂	0.3825
汕尾电厂	0.5210 (1、2 号机组) 0.5060 (3、4 号机组)
恒益电厂	0.5060

注: 汕尾电厂 3、4 号机组的上网电价含税, 未含脱硫; 恒益电厂上网电价含税, 未含脱硫。

2010 年底, 公司恒益电厂 2×6 万千瓦机组已关停。

资料来源: 公司提供、中诚信证评整理

2011 年 12 月, 公司分别接到接广东省物价局

⁷ 《关于调整燃煤电厂上网电价的通知》(粤价[2011]130 号)。

和贵州省物价局的通知⁸，从 2011 年 12 月 1 日起，珠江电力、东方电力、沙角 B 电力、汕尾电厂 1、2 号机组的上网电价在现行基础上提高 2.3 分/千瓦时(含税，含脱硫)，盘南电厂上网电价在现行基础上提高 4 分/千瓦时(含税)。恒益电厂及汕尾电厂 3、4 号机组上网电价均为 0.5060 元/千瓦时(含税，未含脱硫)。调整后公司各电厂的上网电价如下：珠江电力 0.5012 元/千瓦时，东方电力有 0.5406 元/千瓦时，沙角 B 电力 0.4918 元/千瓦时，汕尾电厂 1、2 号机组 0.5210 元/千瓦时，盘南电厂为 0.3825 元/千瓦时，恒益电厂及汕尾电厂 3、4 号机组上网电价均为 0.5060 元/千瓦时(含税，未含脱硫)。根据通知，珠江电力、东方电力、恒益电厂及汕尾电厂 3、4 号机组由于已安装并运行脱硝装置，在经省级环保部门验收合格后，还可以向广东省物价局申请脱硝电价，电价标准为 0.8 分/千瓦时。

燃料采购方面，公司控股电厂的电煤供应均来自公司下属的广州珠江电力燃料有限公司⁹(以下简称“燃料公司”)，公司每年采购量 300 多万吨，采购成本是由燃料公司的采购成本加成一定的管理费用而得。燃料公司目前是专业化的煤炭贸易商，拥有面向珠三角的煤炭营销网络，其煤炭销量在珠三角地区一直处于行业领先地位。近年来燃料公司凭借较大的采购订单在上游的价格谈判中，具备一定的议价能力。燃料公司已经与上游神华、中煤、同煤等国内大型煤企建立稳定的合作关系，年度重点合同兑现率超过市场平均水平，约 70%，保障公司电厂燃料充足供应的同时，还为公司降低部分电煤的购置成本。2011 年公司重点合同采购量约占总采购量的 30.66%，其中重点合同热值 5500 大卡平仓含税价：神华集团 570 元/吨、伊泰集团 620 元/吨、同煤 595 元/吨、中煤集团 575 元/吨。公司未来还将继续提高合同煤的比重、提高合同兑现率，从而提升公司对燃料成本的控制能力。

⁸ 《关于提高燃煤电厂上网电价的通知》(粤价[2011]283 号)、《贵州省物价局关于调整贵州电网上网电价和销售电价的通知》(黔价格[2011]217 号)、《关于核定佛山市三水恒益电厂 2×600MW 发电机组上网电价的批复》(粤价[2011]290 号)及《关于核定汕尾电厂 3、4 号机组上网电价的批复》(粤价[2011]292 号)。

⁹ 公司通过全资子公司广州发展煤炭投资有限公司持有其 58.5% 的股权，因此燃料公司是公司的控股子公司。

公司下属的 LNG 电厂是珠三角地区重要的调峰电厂，装机容量为 2 台 39 万千瓦，采用天然气发电。该电厂的气源来源于深圳大鹏 LNG 项目，公司已经于 2004 年和供气方签订 25 年长期照付不议的《天然气销售合同》，锁定较低的供气成本，保证机组所需天然气的长期稳定供给。LNG 电厂两台天然气发电机组自 2007 年投产后，发电量和上网电量稳步提升，盈利能力不断增强。2011 年发电量 26.54 亿千瓦时，上网电量 25.89 亿千瓦时，同比增速分别为 4.30% 和 4.44%。2011 年 4 月，公司接广东省物价局通知¹⁰，从 2011 年 3 月 1 日起，LNG 电厂的上网电价调整为 0.533 元/千瓦时(含税)，较原上网电价下降 6.65%，因此 LNG 电厂 2011 年全年收入略有下降。

煤炭贸易

公司煤炭贸易板块业务主要通过控股子公司广州珠江电力燃料有限公司(以下简称“燃料公司”)负责经营。燃料公司成立初期主要是作为公司下属电厂的电煤采购平台，近年来燃料公司依托于自身对电煤的大量需求，积极向上下游拓展煤炭购销渠道，逐步扩大展市场煤业务量，目前已经拥有面向整个珠三角地区的煤炭营销网络，并发展成为拥有资源、运输、中转、销售等环节一体化产业链专业煤炭贸易商。

表 6：公司近三年一期煤炭购销情况

		单位：万吨			
		2009	2010	2011	2012.Q1
采购量		945.39	1020.7	1175.06	303.77
销售量	自用煤	302.70	299.19	383.39	106.99
	市场煤	625.34	718.88	784.48	192.30

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

销售方面，受益于公司自身电厂稳定增长的煤炭需求，燃料公司 2011 年向公司下属电厂提供近 385 万吨的电煤，另外集团下属其他电力企业每年向公司采购的燃煤将近 190 万吨，燃料公司还借助公司电力生产平台在珠三角地区拓展了较多的集团以外的发电企业客户，逐步建立了稳定的客户群。公司市场煤与自用煤业务之间良好互补，保证

¹⁰ 《关于调整我省 LNG 电厂上网电价的通知》(粤价[2011]72 号)。

了公司贸易业务较大的采购量和较高的周转效率。2011年、2012年1-3月，公司在珠三角地区市场煤市场份额分别达到了21.59%和19.99%。结算方面，公司对外部客户主要采用先款后货的方式；对部分优质长期合作客户及公司下属的电厂则提供一定帐期。在定价方面，公司主要采用成本加成方式；在市场煤的定价方面，公司还会考虑市场的供求情况和竞争力等因素的综合影响，提高盈利空间。

采购方面，公司凭借较大的采购订单与上游神华、中煤、同煤、伊泰、山煤等国内特大型煤企建立了长期的合作关系。公司每年通过与上游供应商签订年度合同和指数定价合同的方式，在年初较早的锁定煤炭的采购量和采购价格浮动区间，年内通过签订现货合同保证下游稳定的供应量。2011年公司重点合同采购量约占总采购量的30.66%，其中重点合同热值5500大卡平仓含税价：神华集团570元/吨、伊泰集团620元/吨、同煤595元/吨、中煤集团575元/吨。凭借与上游稳定的合作关系，公司年度重点合同兑现率超过市场平均水平，约为70%。资源方面，2006年公司与同煤集团等企业共同投资了新东周窑煤矿，公司持有30%的股权，该项目资源储量约17.60亿吨，并已经于2011年9月进入试产阶段，未来1~2年项目达产后预计年产原煤量将达到1000万吨。根据双方合同约定，该煤矿产量的40%全部供给燃料公司，有助于公司成本控制和煤炭供应保障。

运输方面，燃料公司首先将采购的煤炭以铁路运输形式从产区运至秦皇岛港、天津港、黄骅港等北方主要港口，再以海运形式运至珠江电厂自有码头或广州港、珠海港等公用码头。燃料公司目前在广州南沙拥有年中转能力800多万吨的5万吨级专用煤码头和年周转量高达600万吨的34万吨配套煤场。近期7万吨级泊位及20万吨的新储煤罐已经处于在建阶段。除此以外，公司分别在曹妃甸港、广州港、珠海的海昌码头分别拥有协议专用场地，保证公司煤炭的中转能力。

运力方面，公司下属合资企业广州发展航运有限公司与广州中远发展航运有限公司拥有6艘5.7/5.73万吨船舶和2艘2.43万吨船舶，自有运力达39.12万吨，年运输能力约750-850万吨。同时

公司与中海、中远签订了年度运输合同，作为自有运力的补充。公司还与煤炭供应商、港口、航运公司四方签订班轮协议的合作模式，货船抵达码头能够优先靠岸，优先装货，通过四方协议约束各方严格执行合同，从而在运力、码头、煤炭供应紧张的情况下保证了公司煤炭的稳定、高效供给，既满足了公司自有电厂的煤炭需求，又保证了对市场煤长期合作客户的供应。

油品及天然气

油品业务方面，公司主要从事燃料油、轻油、甲醇等化工产品的仓储及码头中转业务。其中油品仓储业务主要通过公司下属的合资公司广州发展碧辟油品有限公司¹¹（以下简称“碧辟油品”）进行运营。2003年公司与BP公司合资成立了碧辟油品，负责在南沙开发区投建36.3万平方米油库及后期的经营管理。碧辟油品发展初期主要针对了珠三角地区的燃料油中转业务，随着广东省能源结构调整，燃料油需求有所减少，碧辟油品通过改罐增大罐容，增加轻油、甲醇等化工产品仓储业务。目前公司油品码头已是珠三角地区的甲醇集散中心，进口甲醇仓储量占珠江三角洲的70%。近年来碧辟油品凭借突出软硬件条件在珠三角地区建立了稳定客户群。软件方面，公司的油品码头和油库管理均借助了合资方BP公司优秀的管理经验，项目安全等级完全参考BP公司标准，因此各项安全性能指标领先，同时公司还在服务体系上进行提升，使得存储化工品损耗率低于0.1%，远低于行业0.3%的标准。硬件方面，公司油库和码头地理位置优越，毗邻终端消费市场，对整个珠三角形成较好的辐射趋势，公司油品码头还具备了良好的航道条件，可以通行10万吨级油船，保证了码头较好的中转能力。2010年全年仓储出租率达到87%，完成仓储租赁量377.5万立方米，同比增长18.41%，出租率为历史新高，同时公司稳步开展船供油业务，全年累计供油约1.5万吨。2011年全年完成油库仓储租赁量273.51万立方米，船加油3.09万吨。2012年1-3月，南沙油库累计分别完成油库租赁量77.21万立方米，船加油0.82

¹¹ 公司通过全资子公司广州发展油品投资有限公司持有其60%的股权，因此碧辟油品是公司的控股子公司。

万吨。目前公司位于南沙油库一期西侧自有场地内的南沙油库二期项目正在投建过程中，项目扩建新增库容31.15万立方米，主要储存汽油、柴油、溶剂油和燃料油，计划2012年底竣工投产。

油品中转业务是由公司与广州港能源共同投资成立的广州港发石油化工码头有限公司¹²负责对位于珠江口的油库及配套码头进行运营。目前该码头共有9个石化泊位，主码头为8万吨级，设计年吞吐量560万吨。受燃料油市场持续低迷、区域内码头投产、LPG到货量大幅萎缩影响，2010年完成吞吐量226.3万吨，同比下降35.42%。2011年全年油品码头完成吞吐量184.10万吨，受区域内码头投产和燃料油市场低迷的影响，吞吐量仍呈下降趋势。2012年1-3月，南沙油库累计分别完成油库租赁量77.21万立方米，船加油0.82万吨。

天然气板块方面，公司下属的广州南沙发展燃气有限公司¹³（以下简称“南沙燃气”）负责广州南沙经济技术开发区的城市天然气管网铺设和燃气供应。南沙地区作为国家级技术开发区，定位为广州南端重要的工业基地，集中了中船龙穴岛造船基地项目、万顷沙钢铁工业基地项目、广州丰田汽车城、广纸新闻纸项目等在在建和已建成项目，因此燃气市场需求巨大。南沙地区为临港工业区，用气结构以工业用气为主，工业用气达到总量的92.60%，商业占4%。南沙燃气2005年获得广州市南沙区政府的30年管道燃气特许经营权，截止到2011年9月末，管网总规模达到了252.19公里。2009~2010年，南沙燃气天然气的销售量分别为2,196.70万立方米和3,352.80万立方米。2011年南沙燃气共销售成品气4,435.69万立方米，销售量继续保持快速增长态势。气价方面，2010年7月南沙燃气根据广州市南沙区物价局下发的通知，将该区的天然气平均销售价格由4.31元/立方米上调至4.53元/立方米。公司目前天然气采购主要来源于深圳大鹏LNG项目，气价相对稳定。

根据公司2011年7月公布的预案¹⁴，公司拟通过

¹² 公司通过碧辟油品持有其50%的股权，该公司是公司的合营企业。

¹³ 公司通过全资子公司广州发展天然气投资有限公司持有其55%的股权，该公司是公司的控股子公司。

¹⁴ 公司该项预案于2012年3月28日获得了证监会发行审

非定向增发的方式收购集团公司持有的广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）100%的股权。根据广州市发改委穗发改产业[2009]21号文，燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和购销的唯一主体，统筹建设全市天然气高压管网以及上游气源的采购和分销。燃气集团通过直接或间接参股广东大鹏天然气公司、珠海LNG一期项目等方式与上游供应商保持了密切良好的合作关系，与广东大鹏天然气公司签订了25年稳产期年供约5.5亿立方米照付不议的天然气销售合同，与广东省天然气管网公司、广东珠海燃气工程建设办公室等签订了合计年最大供气量约53亿立方米的天然气销售与购买意向书。随着西气东输二线、川20气东送和珠海LNG一期项目气源的陆续抵达，燃气集团的气源将得到充分保障。截至2010年末，燃气集团已拥有约2,371公里城市天然气管网，并负责广州市天然气利用工程系列项目的建设运营。燃气集团及其下属企业的天然气管网已经覆盖了广州中心城区、南沙区、萝岗区和花都区等区域。2010年，燃气集团销售管道天然气5.6亿立方米，同比增长52%，连续三年保持高速增长。目前，燃气集团拥有约103万户管道燃气用户，在居民用户稳定增长的同时，燃气集团已开始着力优化用户结构，大力发展价格传导能力强的工商业用户。目前，商业用户增长态势良好，售气量占比已基本达到三分之一。随着珠三角地区环保要求不断提高和天然气供应能力大幅度增长，燃气集团已全面启动工业用户的开发，工业用户逐年增加，工业用气将高速增长；预计到2015年，燃气集团工业、商业和居民用户的售气量比例将各占三分之一¹⁵。

公司管治

治理结构

根据相关法律法规以及中国证监会有关规范性文件要求，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理层的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设战略管理委

核委员会的审核通过，并于2012年5月7日收到证监会的正式批复。

¹⁵ 不含直供、分销户。

员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等4个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司制定并完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》以及《董事会专门委员会工作细则》等规章制度，已形成了比较系统的公司治理框架。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

内部治理

审计方面，公司采用内部审计和外部审计相结合的方式对经营风险进行监督管理，一方面公司每年接受外部会计师事务所的独立审计；另一方面，公司设立了内部审计部对公司及所属单位的财务收支、经济活动的真实、合法和效益的行为进行独立监督和评估。

在内部经营风险的控制方面，公司已经建立较为完善的内部控制体系，覆盖主要经营和管理活动，并将风险管理延伸到销售、供应及工程承包方。公司制定并不断完善《风险管理指引》、《财务事项审批及资金支付管理制度》、《经济合同管理制度》、《工程投资管理制度》、《招投标管理制度》等相关制度，明确各类业务的审批权限、审批流程，有效控制经营风险。公司还根据五部委印发的内部之配套指引的要求，结合国际通用的内控管理框架——美国反虚假财务委员会发布的内部控制框架，在公司层面及主要下属企业组织进行业务风险分析、评估与回归，并完善关键风险点控制措施，加强公司整体的风险管理及内部控制工作，搭建公司的整体内控框架体系。

在财务管理方面，公司根据《企业会计准则》等国家相关政策法规和公司的有关规定，结合公司的实际情况，制定并完善了一系列的财务管理制度，建立了经济核算和预算管理制度。在资金管理方面，公司实施“现金池”管理，建立 NC 系统平台，实时掌控下属企业经营情况和会计信息，加强对下

属企业的流动性管理。公司还推行全面预算管理，对未来经营活动、投资活动、筹资活动的进行全面计划、控制、分析和考核，增强公司业务和财务的可控性，提高公司应变能力。公司还实施财务总监委派制，加强对下属企业的支持、监督和管理，有效落实公司的内部控制制度。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

战略规划

近年来公司各业务板块发展路径逐渐清晰，公司将发展成为珠三角气度大型综合能源供应商的战略目标也已经十分明确。未来公司将逐步形成电力、煤炭、天然气三大业务并举的发展形态，发挥能源产业之间协同效应，并逐步上游延伸，控制资源制高点。

电力业务方面，公司继续以建设高效、清洁的大型发电机组为重点，以“上大压小”为契机提高电力产品的产能和产量。在项目建设方面，公司正在积极推进广州珠江电厂1×100万千瓦“上大压小”超超临界燃煤机组项目、肇庆电厂2×60万千瓦项目、贵州都匀“上大压小”2×60万千瓦超临界燃煤发电机组项目和广东惠东县东山海风电项目等。

煤炭业务，公司将通过投资煤炭物流项目，继续完善资源供给、运输、中转及营销网络一体化经营体制，提高公司的服务效力，打造“珠电煤”的品牌效应。船舶方面，公司计划与中海发展共同投资建设2艘8.2万吨的散货船，继续提高公司的自有运力。码头方面，珠江电厂7万吨码头扩建工程已经处于在建阶段，公司还计划于2012年启动珠江电厂煤场环保工程改造项目。

天然气业务板块，公司看重广州市未来天然气供应市场的良好前景，并借助集团公司注入燃气资产的契机，加快向上下游市场的扩展，建立好燃气产业链。公司与中海油、广东省粤电集团共同成立了广东珠海金湾液化天然气有限公司用于投建和运营在珠海新建LNG接收站项目，该项目一期建设规模为330万吨/年，总投资约113亿元，已经基

本锁定下游市场用户，在珠三角地区已经签订了 358.5 万吨的供气意向。公司还通过下属的广州发展天然气投资有限公司与同煤集团共同出资成立了同煤广发化学工业有限公司用于在上游煤矿所在地甲醇等煤化工项目，该项目一期建设规模为 60 万吨/年，计划 2013 年上半年试车投产。油品业务方面，近年来碧辟油品业务发展形势良好，公司也将借助年内获得成品油批发资质这一契机，进军成品油批发的区域市场，目前公司位于南沙油库一期西侧自有场地内的南沙油库二期项目正在投建过程中，项目扩建新增库容 31.15 万立方米，主要储存汽油、柴油、溶剂油和燃料油，计划 2012 年底竣工投产。

总体来看，未来公司电力、煤炭、油品天然气三个业务板块将继续保持较高的资本支出，近期内仍将保持较高的资金需求度。

财务分析

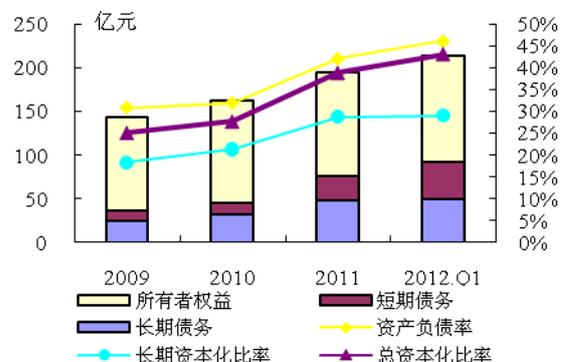
以下财务分析基于公司提供的经立信羊城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2010 年财务报告、经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2011 年财务报告以及未经审计的 2012 年第一季度合并财务报表¹⁶。

资本结构

近年来公司油品天然气业务发展速度较快，电力生产和煤炭贸易业务稳定增长，自有资本实力亦稳步提升，同期资产负债规模呈现增长态势。截至 2011 年底，公司资产规模达到了 205.88 亿元，同比增长 18.94%，负债规模为 86.66 亿元，同比增长 56.65%。公司近年来通过内部权益积累净资产规模保持增长态势，2010 年末公司所有者权益（含少数股东权益）为 117.78 亿元，同比增长 10.41%。虽然 2011 年火电行业受煤炭成本上升的影响，整体盈利呈现下降，但是公司当年仍通过内部权益积累实现净资产规模的增长，截至 2011 年末，公司所有者权益（含少数股东权益）为 119.22 亿元，同比增长 1.23%。截至 2012 年 3 月末公司总资产为

225.41 亿元，所有者权益为 121.27 亿元，较年初进一步增长。根据 2011 年内公布的非公开增发预案，公司计划募集金额不超过 43.85 亿元，其中部分用于收购集团公司持有的燃气集团 100% 的股权，募集的现金将用于投资珠海 LNG 一期项目、广州亚运城燃气配套项目、天然气三期西气东输项目和珠电煤场环保技改项目等 4 个新建项目，并补充少量流动资金。我们根据公司和燃气集团的最新财务数据¹⁷进行保守静态估计，此次非公开发行完成后，公司资产规模将达到 300.34 亿元，所有者权益为 165.12 亿元，负债率为 45.02%。

图 7：2009~2012.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成情况来看，公司货币资金、长期股权投资和固定资产的比重较高。2011 年末公司货币资金、长期股权投资和固定资产分别为 28.54 亿元、47.76 亿元和 81.37 亿元，分别占总资产的 13.86%、23.20%和 39.52%。货币资金方面，公司电力业务现金回收周期较短，同时煤炭贸易业务中严格控制对上下游货款的收付进度，近年来现金流较为稳定，资金状况充裕。长期股权方面，主要为公司参股投资的深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东电力发展股份有限公司和广东红海湾发电有限公司等火电资产及大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司等煤矿资产。公司固定资产主要为用于生产电力产品的厂房和机器设备以及用于从事煤炭和油品天然气业务的码头、油罐、管网设备等资产。

2009~2010 年期间公司各业务板块稳步发展，

¹⁶ 2009 年财务数据采用的是 2010 年合并财务报告的期初数据，2010、2011 年及 2012 年第一季度财务数据分别采用的是各期合并财务报表的期末数据。

¹⁷ 公司方面采用的是 2012 年一季度末财务数据，燃气集团则采用 2011 年 6 月未经审计的财务数据。截至 2011 年 6 月末，燃气集团总资产 45.03 亿元，总负债 31.08 亿元，归属于母公司所有者权益 13.94 亿元。

负债规模亦保持小幅增长态势。2011 年公司电力生产等项目投入逐步加大，造成公司短期周转资金需求和长期融资需求相应增加，推动当年总债务规模快速提升。截至 2011 年底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 42.09%和 38.73%，其中负债率较上年提高了 10.13 个百分点，主要是当年公司短、长期借款规模上升所致。2011 年末公司短、长期借款余额分别为 25.83 亿元和 47.91 亿元，较上年提高 124.60%和 50.82%。2011 年末总资本化比率较上年提高了 11.12 个百分点，亦是因为债务规模上升所致。截至 2012 年 3 月末，公司借款规模继续保持增长，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至 46.20%和 42.99%，但是与同行业上市公司相比，公司的杠杆比率处于较低水平，具备一定的财务弹性。

表 7：2012 年一季度末部分火电上市公司资本结构比较

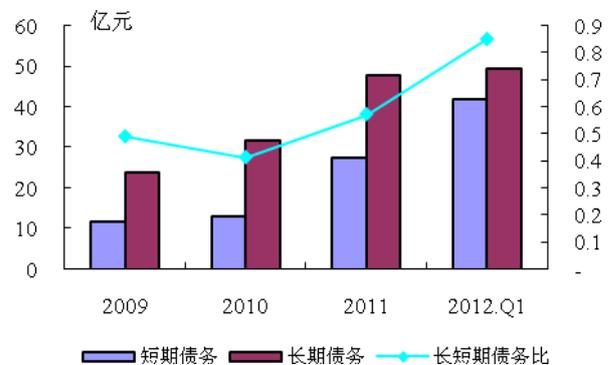
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
华能国际	2578.94	76.75	73.10
大唐发电	2565.59	79.84	77.52
国电电力	1905.23	78.73	75.56
华电国际	1588.39	84.96	82.48
国投电力	1233.69	82.43	81.47
粤电力 A	398.63	66.40	60.26
内蒙华电	367.68	67.39	61.44
申能股份	367.32	31.07	23.19
深圳能源	331.98	48.29	34.69
上海电力	316.59	70.47	65.39
广州控股	225.41	46.20	42.99

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2009~2010 年电力业务和煤炭贸易板块稳定发展，同期债务规模小幅增长。2011 年开始，随着业务规模继续扩大，电力生产等项目投入加大，造成公司短、长期融资需求提高，推动总债务规模提升。2009~2011 年公司短期债务分别为 11.72 亿元，13.14 亿元和 27.45 亿元，长期债务分别为 23.89 亿元、31.77 亿元和 47.91 亿元，短、长期债务比分别为 0.49、0.41 和 0.57。2012 年一季度，公司短、长期借款规模继续增长，截至 3 月末短、长期债务分别上升至 42.05 亿元和 49.39 亿元，短长期债务比增至 0.85。由于电力生产等项目建设及回报周期较长，通常为 2-3 年，因此未来

随着各业务板块的投资力度继续加大，公司仍需继续提高长期债务的比重，以保证资金的稳定性。

图 8：2009~2012.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

根据公司本次发债计划，本期公司债券发行规模为 23.5 亿元，扣除发行费用后 7.5 亿元用于偿还公司控股子公司的原有债务，因此债务净增加 16 亿元。若本期债券成功发行，按照公司 2012 年 3 月末财务数据进行静态保守测算，公司资产负债率及总资本化比率将分别为 49.76%和 46.97%，财务结构仍处于较为合理的水平。

综合来看，公司近年来电力生产和煤炭贸易业务稳定发展，业务规模逐年提升，同时公司电力生产等项目投入加大，债务规模保持上升趋势。未来随着公司天然气业务板块扩大，相应生产项目投入增加亦会进一步提高公司的资本支出。但是鉴于公司与同业相比，杠杆比率仍处于较低水平，并且财务结构具备一定弹性，近期公司资本结构仍有望保持较为合理的水平。

盈利能力

近年来公司电力生产和煤炭贸易业务发展态势良好，业务规模基本呈现稳步增长态势，2009~2012 年一季度公司分别实现营业收入 75.67 亿元、88.59 亿元、108.18 亿元和 28.90 亿元。分业务板块来看，近年来广州用电需求稳步增长，公司电力产品销售收入基本呈现上升趋势，2010 年受到公司上网电价下调¹⁸、机组大小修、脱硝技改工程

¹⁸ 2009 年 11 月，公司接广东省物价局《关于调整上网电价的通知》（粤价[2009]277 号），从 2009 年 11 月 20 日起，珠江电力、东方电力、汕尾电厂、恒益电厂、沙角 B 电厂 1、2 号机组上网电价在现行基础上下调 0.8 分/千瓦时（含税，含脱硫）。

以及亚运限产等因素影响，当年电力生产收入有所下降。2011年，得益于年内调价¹⁹和装机容量新增等因素，公司完成电力生产收入49.90亿元，同比增长20.90%；煤炭贸易方面，受益于广东省旺盛的煤炭需求，公司该板块收入基本呈现上升趋势，2009年受煤炭购销价格下降等因素影响，收入规模有所下降，但是2010年开始快速回升，2011年公司煤炭贸易收入实现54.23亿元，同比增长21.10%。2009~2010年间公司油品天然气保持增长，2011年公司该项业务完成收入3.74亿元，同比增长56.11%。

表 8：公司 2009~2011 年分业务板块收入和毛利率情况

单位：亿元，%

板块	2009		2010		2011	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力生产	42.22	27.17	41.27	23.80	49.90	14.68
煤炭贸易	31.77	5.40	44.78	8.57	54.23	5.67
油品天然气	1.55	48.03	2.40	40.17	3.74	28.66

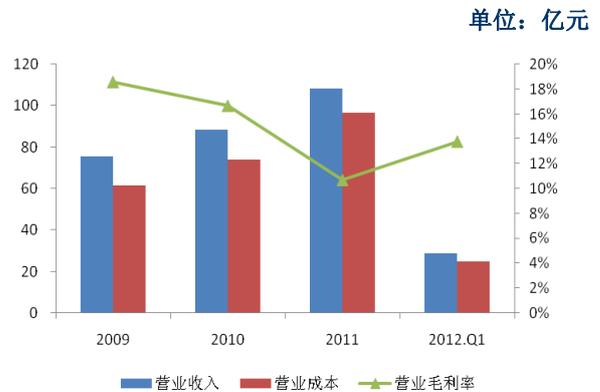
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，得益于公司发电机组较高的利用效率和较好的成本控制，公司近年来营业毛利率始终高于同期同业水平，但是受煤价等成本因素的影响，呈现波动下降态势，2009~2010年公司营业毛利率分别为18.55%和16.63%，2011年电煤价格保持高位运行，公司营业毛利率进一步下降至10.67%。2012年1季度电价上调、电煤价格有所回落，公司当期营业毛利率回升至13.76%。分业务来看，电力生产业务的毛利率受煤价影响较大，亦呈现波动下降态势，2009~2011年电力生产板块的毛利水平分别为27.17%、23.80%和14.68%；煤炭贸易方面，受煤价波动影响，该板块业务毛利率亦呈现出波动性，2009~2011年该板块业务毛利率分别为5.40%、8.57%和5.67%；油品天然气业务方面，由于公司严格按照服务体系的要求，向客户提供高标准的服务，同时南沙燃气公司大力发

¹⁹ 2011年6月，公司接广东省物价局《关于调整燃煤电厂上网电价的通知》(粤价[2011]130号)，从2010年1月1日起，珠江电力、东方电力、沙角B电厂、恒益电厂、沙角B电厂1、2号机组上网电价在现行基础上提高0.18分/千瓦时(含税，含脱硫)。

展工业用户，近年来毛利率基本都保持在较高水平，2011年由于船加油业务营业成本增长较为显著，导致公司该项业务毛利水平下降至28.66%。

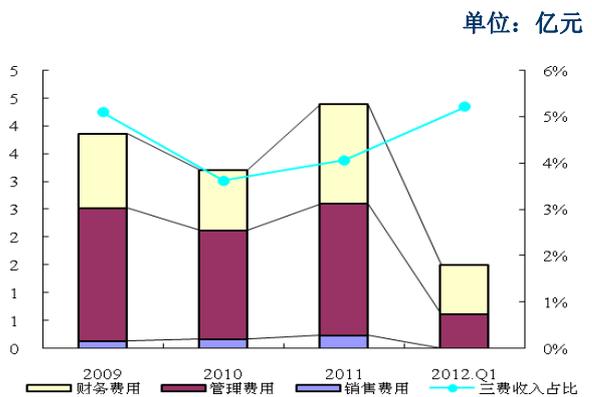
图 9：公司 2009~2012.Q1 盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2009~2011年公司期间费用为分别为3.86亿元、3.21亿元和4.39亿元，三费占营业收入的比重分别为5.10%、3.63%和4.06%。2011年公司债务规模较大幅度增加、利率上升，导致同期财务费用上升。2011年公司财务费用为1.78亿元，较上年增长64.76%。近期随着公司各板块项目投入继续增加，债务规模持续增长的趋势较大，财务费用增长将继续推动三费占比的提升，对公司利润存在一定的影响。2012年一季度末公司财务费用为0.88亿元，同比上升359.84%，三费合计占比上升至5.21%。

图 10：2009~2012.Q1 公司期间费用分析

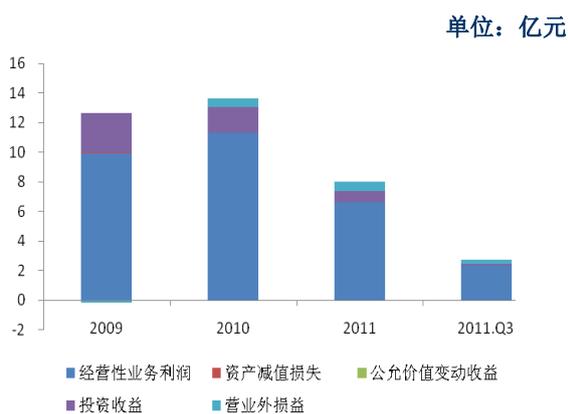


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2009~2011年公司利润总额分别为12.49亿元、13.64亿元和8.03亿元，其中经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源。2009~2011年经营性业务利润分别为9.97亿元、11.30亿元和6.60亿元。投资收益方面，2009~2011

年分别为 2.67 亿元、1.76 亿元和 0.80 亿元，近年来由于股权转让和参股企业盈利水平波动等因素影响，公司投资收益呈现出较大的波动性，由于公司参股公司主要为电力生产企业，因此近年来煤价波动亦对参股企业盈利水平造成了影响，2011 年煤价持续上涨且维持高位，造成公司参股电厂沙角 B、贵州盘南电厂的盈利水平下滑，公司投资收益继续下降。2012 年一季度受电价上调及发电量增长等因素的影响，公司参股电厂盈利情况得到不同程度的改善，造成公司当期投资收益为 0.14 亿元，同比增长 173.34%。营业外损益方面，2009 年由于珠江电力处置固定资产所产生的损失，造成同期营业外支出增加，公司当年营业外损益为-0.14 亿元。2010 年虽然电力资产处置使得公司当期仍发生了一定的非经营性损失，但是由于当年采购天然气退税款的大幅增加，导致营业外损益上升至 0.58 亿元。2011 年公司营业外损益回升至 0.63 亿元。从目前来看，经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源，未来随着公司天然气业务规模迅速扩张，公司利润总额有望继续获得进一步提升。需要关注是公司参股企业中大部分电力企业盈利水平变化对公司投资收益的影响。

图 11：2009~2012.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，虽然近年来电煤价格波动对公司利润状况造成的一定影响，但是受益于广州地区稳定的用电和用煤需求，以及公司煤电两个板块之间产生的协同效应，公司盈利能力的稳定性仍较好，具备一定的抗风险能力。未来随着集团公司天然气业务的注入，公司盈利能力有望获得明显提升。需要关注的是近期电煤价格波动对公司盈利水平造成

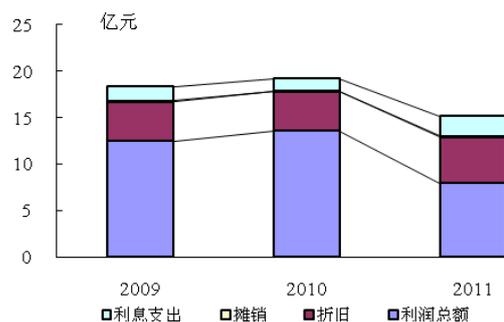
的影响。

偿债能力

2009~2010 年电力业务和煤炭贸易板块稳定发展，同期债务规模小幅增长。2011 年开始，随着业务规模继续扩大，电力生产等项目投入加大，推动总债务规模提升。截至 2012 年 3 月末，公司的债务规模较年初提高至 91.43 亿元，其中短期债务为 42.05 亿元，长期债务为 49.39 亿元。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，固定资产折旧基本保持稳定。未来随着各电力生产项目逐渐投产，固定资产折旧部分将会有所增加。2009~2011 年，公司 EBITDA 分别为 18.35 亿元、19.28 亿元和 15.20 亿元。2009~2011 年公司 EBITDA/营业总收入分别为 24.25%、21.76% 和 14.05%。

图 12：2009~2011 年 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度来看，由于电力业务中货款回收周期较短，加之煤炭贸易业务中公司对现金收付的控制力度较好，主要客户的信用度较高，货款的回收情况良好，公司业务的获现能力较强，经营性现金流基本表现为净流入。2009~2011 年公司经营性净现金流分别为 17.12 亿元、7.66 亿元和 5.45 亿元。2012 年一季度末公司经营活动净现金流为 3.48 亿元，公司现金流状况基本保持稳定，资金较为充裕。

从偿债指标看，2009~2011 年，公司总债务/EBITDA 指标分别为 1.94、2.33 和 4.96；EBITDA 利息倍数分别为 10.65 倍、12.45 倍和 4.52 倍。虽然近年来公司债务规模增长较快，偿债指标趋势化变动较为明显，但是从债务期限分布来看，短期内偿债压力较小，公司盈利水平在各项债务存续期内对本息仍具备一定的覆盖能力。2012 年一季度公司

经年化的总债务/EBITDA 指标和 EBITDA 利息倍数分别为 4.55 和 4.42 倍。现金流偿债指标方面，2009~2011 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 9.93 倍、4.95 倍和 1.62 倍，经营净现金流/总债务指标分别为 0.48、0.17 和 0.07。近年来公司债务规模上升较为迅速，现金流偿债指标也呈现出下降态势，但是鉴于公司各板块业务发展稳定，上下游货款收付进度控制较好，现金流状况仍较为稳健，加之公司债务平均期限较长，经营性现金流对债务本息的偿还能力仍然较好。2012 年一季度公司经营净现金流利息保障倍数 3.07，经营净现金流/总债务为 0.15，较年初有所回升。

表 9：2009~2012.Q1 偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务（亿元）	35.61	44.91	75.36	91.43
EBITDA（亿元）	18.35	19.28	15.20	5.02
资产负债率（%）	30.85	31.96	42.09	46.20
长期资本化比率（%）	18.30	21.24	28.67	28.94
总资本化比率（%）	25.03	27.60	38.73	42.99
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	12.45	4.52	4.42
总债务/EBITDA（X）	1.94	2.33	4.96	4.55
经营净现金流/总债务（X）	0.48	0.17	0.07	0.15
经营净现金流利息倍数（X）	9.93	4.95	1.62	3.07

注：2012 年第一季度末所有者权益收益率、经营净现金流/总债务和总债务/EBITDA 指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2012 年 3 月末，公司为下属控股子公司广州原实投资管理有限公司以及合资公司广州发展航运有限公司²⁰、同煤广发化学工业有限公司²¹担保余额 8.90 亿元，占期末归属母公司所有者权益的 9.62%，公司面临或有负债风险较小。

公司与银行等金融机构保持着良好的合作关

系，融资渠道较为畅通，截至 2012 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 257.82 亿元，未使用授信余额 237.41 亿元。

总体来看，公司电力生产和煤炭贸易业务盈利能力较强，现金获取能力较为稳定，对债务本息的偿付具备很强的保障能力。未来随着集团公司燃气业务的注入，公司获利和获现能力有望获得提高，为公司的偿债能力提供进一步保障。

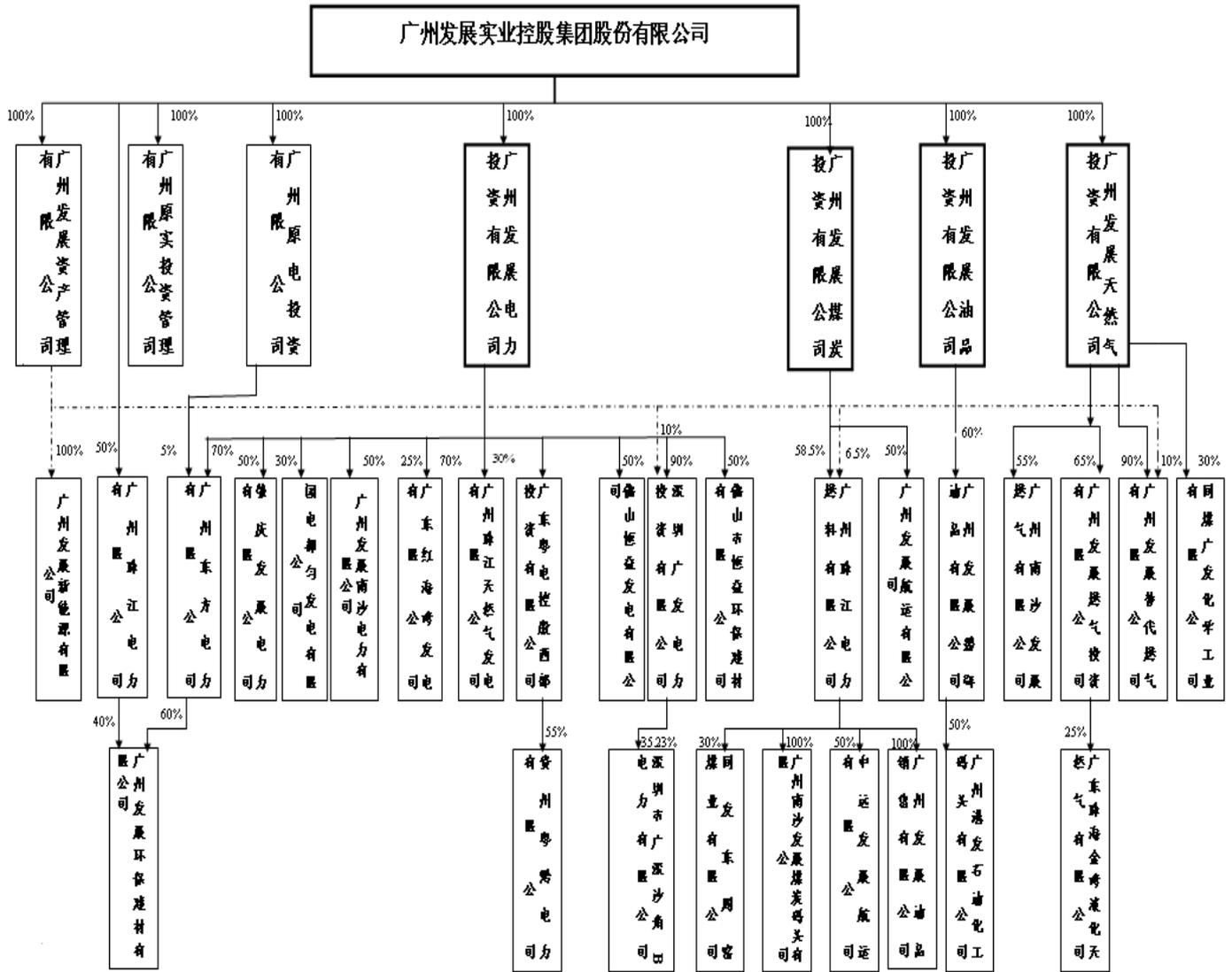
结 论

综上，中诚信证评认为本期广州控股公司债券信用质量较高，信用风险较低，中诚信证评对广州控股在未来一定时期内的信用水平保持正面态度。

²⁰ 公司在最高额度伍亿元内对发展航运公司履行债务向中信银行提供保证，已签订《最高额保证合同》。2010 年 12 月 8 日中海发展致函公司由其向公司提供最高额 2.5 亿元信用反担保，以履行收购发展航运公司 50% 股权的股东责任。

²¹ 公司全资子公司广州发展天然气投资有限公司为其参股公司同煤广发化学工业有限公司甲醇项目贷款提供相关担保。广州发展天然气投资公司按 30% 股权比例为同煤广发化工公司履行人民币 3 亿元债务向晋商银行太原并州支行提供连带责任保证，已签订《保证合同》。项目贷款合同期限为十年，保证期间为项目贷款合同约定的债务履行期限届满之日起两年。

附一：广州发展实业控股集团股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 3 月 31 日）



附二：广州发展实业控股集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	220,516.71	191,711.69	285,382.05	459,432.97
应收账款净额	60,826.80	70,903.52	101,374.30	111,878.20
存货净额	32,840.11	60,784.30	67,222.41	61,289.30
流动资产	328,296.22	362,525.24	491,578.10	693,577.75
长期投资	468,427.07	456,779.38	512,273.06	507,837.42
固定资产合计	716,563.52	876,025.42	1,017,356.06	1,016,632.07
总资产	1,542,593.78	1,730,957.22	2,058,834.18	2,254,084.44
短期债务	117,215.20	131,389.85	274,485.14	420,466.84
长期债务	238,920.94	317,668.20	479,110.66	493,864.68
总债务（短期债务+长期债务）	356,136.14	449,058.05	753,595.80	914,331.52
总负债	475,833.19	553,199.43	866,584.76	1,041,339.79
所有者权益（含少数股东权益）	1,066,760.59	1,177,757.79	1,192,249.42	1,212,744.65
营业总收入	756,713.30	885,931.96	1,081,752.76	289,036.82
三费前利润	138,322.08	145,091.37	109,910.15	38,422.64
投资收益	26,695.81	17,613.61	7,950.49	1,426.09
净利润	102,031.25	106,883.24	60,612.91	20,007.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	183,498.12	192,777.50	152,003.95	50,194.91
经营活动产生现金净流量	171,211.75	76,617.18	54,487.01	34,819.29
投资活动产生现金净流量	-112,964.53	-57,409.41	-202,009.30	-1,488.38
筹资活动产生现金净流量	-36,407.79	-48,002.81	241,290.39	140,715.89
现金及现金等价物净增加额	21,836.07	-28,805.02	93,670.36	174,050.92
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	18.55	16.63	10.67	13.76
所有者权益收益率（%）	9.56	9.08	5.08	6.60
EBITDA/营业总收入（%）	24.25	21.76	14.05	17.37
速动比率（X）	1.37	1.40	1.15	1.19
经营活动净现金/总债务（X）	0.48	0.17	0.07	0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	1.46	0.58	0.20	0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	9.93	4.95	1.62	3.07
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	12.45	4.52	4.42
总债务/ EBITDA（X）	1.94	2.33	4.96	4.55
资产负债率（%）	30.85	31.96	42.09	46.20
总资本化比率（%）	25.03	27.60	38.73	42.99
长期资本化比率（%）	18.30	21.24	28.67	28.94

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2012年第一季度末所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA指标均经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

经营性业务利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附四：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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于广州发展实业控股集团股份有限公司 2012年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。