

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（2020）

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1270 号

广州国资发展控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 穗发 01、“17 穗发 01”和“18 穗发 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持广州国资发展控股有限公司（以下简称“广州国发”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“16穗发01”、“17穗发01”和“18穗发01”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了控股资产运营实力稳步增强、公司财务政策稳健与畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司对下属上市公司依赖程度较高、新冠肺炎疫情影响以及公司本部面临一定的债务压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广州国发（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	699.71	716.28	791.82	781.00
所有者权益合计（亿元）	310.91	312.11	342.37	344.40
总债务（亿元）	306.20	322.37	337.00	330.37
营业总收入（亿元）	287.98	357.44	414.90	74.78
净利润（亿元）	13.28	7.59	15.43	5.17
EBITDA（亿元）	44.70	40.07	48.92	--
经营活动净现金流（亿元）	27.14	19.22	46.12	-2.78
资产负债率(%)	55.57	56.43	56.76	55.90
广州国发（母公司）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	289.90	280.91	305.68	304.24
所有者权益合计（亿元）	118.71	113.69	128.60	131.31
总债务（亿元）	159.40	162.93	171.58	168.35
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.01
净利润（亿元）	9.03	-2.11	2.41	3.99
EBITDA（亿元）	16.84	5.51	9.82	--
经营活动净现金流（亿元）	4.98	-5.53	-0.44	-0.30
资产负债率(%)	59.05	59.53	57.93	56.84

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **控股资产运营实力稳步增强。**公司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”）是广东省最大的三家电力企业之一，且燃气管网具有一定的区域垄断优势，其 2019 年新能源发电业务和能源物流业务均有较大幅度增长。另外，公司控股子公司广州珠江啤酒股份有限公司（以下简称“珠江啤酒”）在华南啤酒市场占有约 30% 的市场份额，具有较强的品牌影响力。

同行业比较

2019 年部分电力企业主要指标对比表						
公司名称	控股装机容量 (万千瓦)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	净利润 (亿元)
天津能源	188.40	576.88	63.44	161.23	7.42	6.01
申能股份	1,145.82	679.44	44.27	388.41	8.38	28.26
新天绿色	451.82	459.60	67.90	119.69	27.83	18.30
广州国发	481.33	791.82	56.76	414.90	13.15	15.43

注：“天津能源”为“天津能源投资集团有限公司”简称；“申能股份”为“申能股份有限公司”简称；“新天绿色”为“新天绿色能源股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 穗发 01	AAA	AAA	30.00	30.00	2016/11/22~2021/11/22（3+2）
17 穗发 01	AAA	AAA	30.00	30.00	2017/04/26~2022/04/26（3+2）
18 穗发 01	AAA	AAA	22.00	22.00	2018/04/19~2023/04/19（3+2）

注：“16 穗发 01”、“17 穗发 01”和“18 穗发 01”附第 3 年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权。

■ **公司财务政策稳健。**公司资产负债率持续保持较低水平。跟踪期内，公司债务结构有所优化。以长期债务为主的债务结构，更为符合公司项目投资周期较长的特点。

■ **融资渠道畅通。**公司与多家金融机构保持良好合作关系；截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度为 810.93 亿元，其中未使用额度 666.35 亿元。此外，公司拥有广州发展（股票代码为：600098）和珠江啤酒（股票代码为：002461）两家上市公司，融资渠道畅通。

关注

■ **公司对下属上市公司依赖程度较高。**截至 2019 年末，公司纳入合并范围内的二级子公司共 13 家，其中，主要资产广州发展和珠江啤酒为上市公司，公司对其依赖程度较高。

■ **新冠肺炎疫情的影响。**2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，电力及啤酒市场需求下降，公司盈利能力有所下滑。

■ **公司本部面临一定债务压力。**近年来，公司本部债务规模逐年提升，考虑到本部的造血能力较弱，其面临一定的债务压力。

评级展望

中诚信国际认为，广州国资发展控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**盈利能力持续大幅下滑；资本支出压力大，债务规模和杠杆水平快速大幅提升；部分优质资产划出，对主营业务形成较大影响。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月末，公司债券使用情况如下：

表 1：募集资金使用情况（亿元）

债项	发行金额	已用金额	募集资金用途	是否变更
16 穗发 01	30.00	30.00	偿还银行借款等有息负债以及补充流动资金	否
17 穗发 01	30.00	30.00	偿还银行借款等有息负债以及补充流动资金	否
18 穗发 01	22.00	22.00	偿还银行借款等有息负债以及补充流动资金	否

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基

建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，火电装机增速有所回升，机组利用效率受用电需求增速下滑及清洁能源消纳比重上升等因素影响有所下降；但煤炭价格的回落使得煤电企业经营压力有所缓解

近年来，国家持续推进节能减排和煤电去产能政策，导致 2015 年以来的火电装机增速持续放缓。2019 年，由于电力供需转为平衡、特高压线路外送和应急储备调峰的需求等因素，年末全口径火电新增装机 4,647 万千瓦，增速较上年同期增长 1.1 个百分点。预计未来用电负荷较高区域的火电装机将迎来小幅增长，但增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，得益于用电需求增长和火电投资放缓等因素，2016 年以来全国火电平均利用小时数稳步回升。2019 年，受全社会用电量增速同比明显回落以及清洁能源消纳比重上升等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上火电设备平均利用小时同比下降 85 小时。2020 年一季度，受新冠疫情影响，全国用电增速为负，未来较大的经济下行压力和放缓的全社会用电增速或将继续对全国火电整

体利用水平造成一定拖累。

上网电价方面，随着电力体制改革的推进，供过于求的供需形势导致部分开放程度较高地区形成恶性竞价，对火电企业盈利能力形成较大影响。随着行业内企业市场化竞价回归理性，加之 2017 年政策性附加基金的下调，2017 年以来火电平均上网电价整体呈上升态势。2020 年 1 月 1 日起火电上网电价改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，市场化程度进一步加深。短期来看，全国煤电平均上网电价受电价机制调整影响将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2016 年以来，随着煤炭行业限产政策的出台和落实，供需关系趋紧，港口动力煤价格持续回升，对煤电企业的盈利能力形成了很大影响。针对煤价的过快上涨，国家发改委等部门通过释放部分安全产能以及牵头组织煤炭中长期合同签订等措施调节供需，稳定煤价，2019 年煤炭价格呈现震荡小幅下行态势。未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间有限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭整体供应将趋于宽松，煤炭价格将面临继续下行的压力，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成较好支撑，未来我国煤炭价格大幅下降的空间不大。

中诚信国际认为，未来火电装机仍将保持低速增长。受用电增速放缓、清洁能源替代以及煤电上网电价的市场化等因素影响，火电机组利用效率和平均上网电价仍将面临一定下行压力，但目前下降的煤炭价格使得煤电企业经营压力有所缓解。

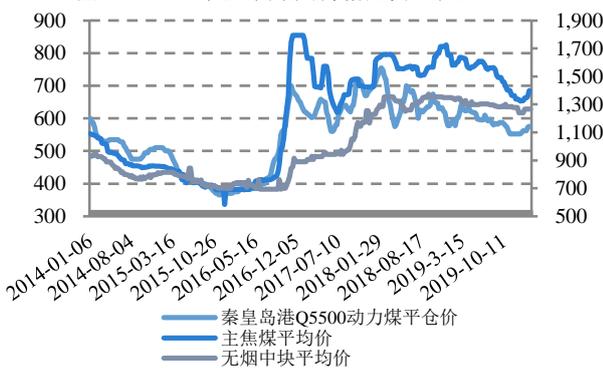
2019 年以来，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行，但较为稳定的年度长协价格对煤价形成一定支撑

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以

来,原神华集团¹开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制,并按要求制定了较明确的长协价定价机制,即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来,以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

2019 年以来,我国煤炭产量保持增长,而需求增速出现明显下滑;同时,国际煤价持续下降,国内外价差明显增加,2019 年我国煤炭进口量同比增加 6.3%。受上述因素共同影响,我国煤炭价格整体有所下降。截至 2019 年底,秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国平均价及无烟煤中块均价分别为 552.5 元/吨、1,322.82 元/吨和 1,240.00 元/吨,较年初分别下降 4.33%、19.99%和 8.11%。

图 1: 2014 年以来煤炭价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国煤炭市场网, 中诚信国际整理

2020 年初,自新型冠状病毒疫情爆发以来,我国煤炭市场整体呈供需两弱格局,受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响,短期内局部地区煤炭供应出现短缺,煤炭价格整体有所回升。但长远来看随着疫情管控的结束及影响的逐步消除,煤炭价格将逐渐回归市场调节。

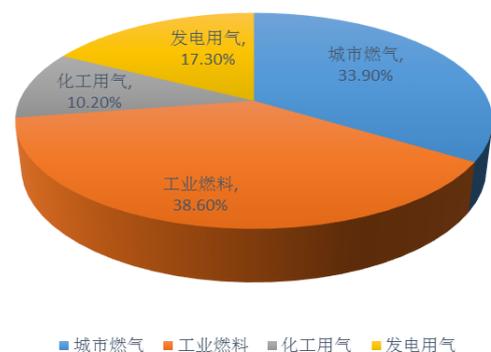
中诚信国际认为,未来受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响,我国煤炭消费增长空间受限,且随着先进产能不断释放和运输条件的提高,我国煤炭整体供应将趋于宽松,煤炭价格将面临继续下行的压力。

作为清洁能源的天然气在能源消费结构中占比将持续提升且需求继续保持增长,但总体供给和区域不均衡仍将长期存在

城市燃气作为城市能源结构和城市基础设施的重要组成部分,为居民生活、工商业提供优质燃料,在现代化发展中起着极其重要的作用。我国城市燃气供应主要包括天然气、液化石油气和人工煤气。随着城市化进程的持续推进,国家环保标准的提高,国民环保意识的增强,以及新能源的不断开发,我国用气类型和供气结构也逐步进行调整,作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。天然气供气总量从 2002 年的 1,259,334 万立方米增加至 2018 年的 14,439,537.89 万立方米,是人工煤气供气总量的 48.47 倍。从城市用气人口来看,截至 2018 年末,人工煤气、液化石油气和天然气用气人口分别为 778.79 万人、11,782.47 万人和 36,902.14 万人,占全部城市燃气用气人口的 1.57%、23.82%和 74.60%。

其中,我国天然气消费量由 2010 年的 1,074.02 亿立方米增加至 2018 年的 2,833.09 亿立方米,增幅为 1.56 倍。按天然气消费结构来看,2018 年,我国城市燃气占比为 33.9%,工业燃料占比为 38.6%,天然气发电占比为 17.3%,天然气化工占比为 10.2%,城市燃气和工业燃料是天然气需求的主要方向。

图 1: 2018 年我国天然气消费结构



¹ 2018 年,原神华集团有限责任公司(以下简称“原神华集团”)与原中国国电集团有限公司(以下简称“原国电集团”)完成联合重组,原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司(以下简称“国家能源集

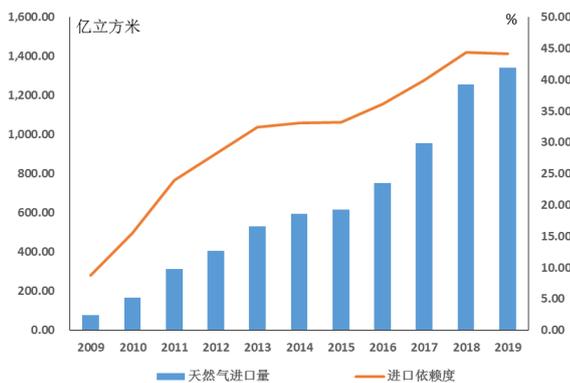
团”),并作为母公司吸收合并原国电集团。

资料来源：wind，中诚信国际整理

我国天然气行业面临着总产量不足且区域分布不均衡的状态。截至 2018 年末，我国天然气已探明储量为 6.07 万亿立方米，占世界探明储量的 3.08%。同期，我国天然气储采比为 37.58 年，低于全球天然气储采比 50.89 年。天然气产量由 2000 年的 277.26 亿立方米增加至 2018 年的 1,610.20 亿立方米，呈快速增长的趋势。我国自产气主要集中在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地等地，天然气供给存在地区发展不均衡的情况。

从 2006 年开始，我国成为天然气净进口国，从 2000 年的 76.92 亿立方米增长至 2018 年的 1,256.81 亿立方米，进口依赖度从 2000 年的 8.80% 增长至 2018 年的 44.36%，天然气进口量快速增长。目前，我国主要的进口天然气通道为西北-中亚、西南-中缅、东北-中俄进口天然气管道以及东南沿海进口 LNG。具体来源方面，2018 年，我国管道天然气进口来源包括土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、缅甸和哈萨克斯坦；LNG 进口来源主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚及印度尼西亚，其中澳大利亚占比 42%。

图 2：2009 年~2019 年天然气进口情况



资料来源：wind，中诚信国际整理

2017 年 4 月，国家发改委公布《加快推进天然气利用的意见》（发改能源[2017]1217 号），提出将天然气培育成为我国现代清洁能源体系主体能源之一，至 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的

占比拟达到 10% 左右。截至 2018 年末，我国天然气消费占能源消费总量的比重为 7.80%，预计未来天然气在能源消费结构中的占比将持续提升。根据《天然气十三五规划》，到 2020 年，我国气化人口预计达到 4.7 亿人，年均增速 10.30%，城镇人口天然气气化率 57%。目前我国气化人口与十三五规划目标仍存在一定差距，预计未来天然气需求将继续保持增长态势。

总体来看，未来随着城市化和工业化进程持续推进，国家环保标准提高和国民环保意识增强，作为清洁能源的天然气在能源消费结构中的比重将持续提升，天然气需求将继续保持增长态势，但总体供给和区域不均衡仍将长期存在。

广州市经济和财政实力很强，近年来地区生产总值增长仍保持较高的增速，将对公司业务的发展提供有力支撑

近年来，广州市 GDP 总量居于全国前列，是我国经济最发达城市之一。2019 年，广州市 GDP 比上年增长 6.8%，全年全社会用电量 1,005.58 亿千瓦时，增长 7.3%。其中，工业用电量 453.77 亿千瓦时，增长 3.9%。

市场化交易方面，近年来，广东省电改进程处于全国前列，电力交易规模比重处于全国相对很高水平。2019 年以来，广东电力市场竞价逐步回归理性，市场让利幅度有所缩减。由于目前广东省煤电市场交易规模占比很高，因此短期内煤电上网电价机制改革对广东省煤电机组上网电价及盈利水平影响有限。

跟踪期内公司装机规模有所提升，电源结构优化；中诚信国际将关注电改、煤炭价格波动以及新冠疫情等因素对公司电力业务运营的影响

随着光伏和风电机组收购完成²，截至 2020 年 3 月末，公司控股装机容量增至 482.43 万千瓦。跟踪期内，公司电源结构以火电为主，火电装机规模

司（以下简称“美姑兴澜风电”）80% 股权收购。

² 2017 年末公司完成南亚新能源技术开发有限公司（以下简称“南亚新能源”）100% 股权收购，2019 年 1 月公司完成美姑兴澜风电开发有限公

维持稳定，新能源装机规模快速增长，电源结构有所优化。此外，公司机组主要集中在珠三角用电负荷中心，对机组利用效率形成一定支撑。

表 2：近年来公司控股电力资产基本情况（万千瓦）

指标	2017	2018	2019	2020.3
控股装机容量	410.87	417.54	481.33	482.43
其中：火电	394.88	394.88	394.88	394.88
风电	8.26	8.26	30.30	30.30
光伏	7.73	14.40	56.15	57.25
占比	2017	2018	2019	2020.3
控股装机容量	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：火电	96.11%	94.57%	82.04%	81.85%
风电	2.01%	1.98%	6.30%	6.28%
光伏	1.88%	3.45%	11.67%	11.87%

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告

机组运营方面，跟踪期内，在控煤减排的大环境下，公司控股火电机组利用小时数及发电量均有所下降；但风电和光伏发电量随着装机规模的提升而大幅增长。2020年1~3月，受疫情影响，全国用电增速为负，公司电力机组利用效率受到挤压，当期发电量和上网电量较上年同期均有所下降。

市场化交易方面，随着电改的不断深化，公司火电市场化交易量呈快速增长态势，同时由于竞价回归理性，整体使得火电上网电价呈波动态势。此外，新收购风电及光伏发电机组电价的不同亦影响公司光伏及风电平均上网电价有所波动。

表 3：近年来公司控股机组运营情况

火电	2017	2018	2019	2020.1~3
发电量（亿千瓦时）	163.89	166.49	156.54	25.64
上网电量（亿千瓦时）	153.57	156.43	147.89	24.37
市场化交易电量（亿千瓦时）	56.29	79.28	108.11	--
平均机组利用小时数（小时）	4,150	4,216	3,964	649
上网电价（含税，元/千瓦时）	0.4569	0.4567	0.4661	0.4380
光伏	2017	2018	2019	2020.1~3
平均机组利用小时数（小时）	1,125	1,065	1,060	132
发电量（亿千瓦时）	0.698	1.041	2.083	0.70
售电量（含上网电量）（亿千瓦时）*	0.689	1.038	2.064	0.68

售电价（元/千瓦时）*	0.7055	0.7517	0.8500	0.7336
风电	2017	2018	2019	2020.1~3
平均机组利用小时数（小时）	1,777	1,718	2,619	806
发电量（亿千瓦时）	0.882	1.419	6.087	2.35
售电量（亿千瓦时）	0.823	1.359	5.927	2.29
售电价（元/千瓦时）	0.5214	0.5214	0.5289	0.5328

注：光伏发电主要供业主使用，余电上网；2018年公司公开披露的风电售电价为税前电价，因此与表中售电价有所不同。

资料来源：公司财务报告

发电用煤方面，公司所属电厂的煤炭采购全部由控股公司广州珠江电力燃料有限公司（以下简称“燃料公司”）负责。2019年以来，燃煤价格回落，公司煤电机组盈利能力有所回升，中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司煤电机组运营的影响。

补贴方面，南方电网对于地面光伏、风电项目的结算价格是按发改委批复的电价结算，相关结算价格已含补贴，因此补贴到位较为及时；屋顶光伏项目上网部分结算电价未含补贴，相应补贴仍为滞后接收；但2018年10月以来，南方电网将根据国家补贴目录进行补贴结算，部分省补补贴到位情况或将有所滞后，中诚信国际将对此保持关注。

配售电业务方面，公司代理总合约电量受市场开拓力度的变化而波动明显，2017~2019年公司全资子公司广州发展电力销售有限责任公司全年签约代理总合约电量分别为31.6亿千瓦时、15.27亿千瓦时和30.6亿千瓦时，其中2019年公司借助产业链优势，不断拓展省外售电业务。

跟踪期内，公司加大华东、华中及西南市场的开拓，公司能源物流业务规模持续提升；但受市场竞争以及政策影响，盈利能力有所下滑。中诚信国际将持续关注煤炭、油品需求及价格波动对公司能源物流业务经营带来的影响

公司能源物流业务主要为煤炭和油品销售业务。公司煤炭业务发展迅速，除保证公司下属电厂煤炭需求外，还积极整合资源和物流运力，加大市场销售力度，市场煤销售保持在一定规模。

煤炭采购方面，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国家能源投资集团

有限责任公司、内蒙古伊泰集团有限公司、中国中煤能源集团有限公司和同煤集团等大型煤炭企业，合作关系稳定。此外，广州发展持有大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司（以下简称“同发东周窑”）30%的权益。根据双方合同约定，该公司煤炭产量的40%优先供给燃料公司，但因同发东周窑年产煤量较低，其商品煤全部供给于燃料公司。截至2019年末，同发东周窑的煤炭资源储量约为15.57亿吨，2019年销售商品煤433.77万吨。

煤炭销售方面，公司积极开拓市场并建设电商平台，拓展销售渠道，销售量逐年增长。公司下游客户较为分散，主要以珠三角地区的加工制造业、小型电厂等企业为主。公司以先款后货的方式为主，对部分优质长期合作客户以及公司下属电厂，公司则提供一定的账期。

表 4：近年来公司煤炭销售情况（万吨）

	2017	2018	2019
销售量	2,143	2,376	2,564

资料来源：公司财务报告

价格方面，公司主要采用成本加成的方式，受同行业竞争，压缩利润空间，以及进口、金融等相关政策的影响，公司能源物流业务毛利率呈逐年下降态势。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司能源物流业务盈利能力的影响。

油库租赁业务方面，公司主要通过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”）³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，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。受益于市场需求的回升，以及市场布局调整，公司油库租赁量持续增长。

成品油销售方面，2019年以来，公司加大开拓市场，成功进入中石化（广东）外采体系，成品油销售量同比大幅增长。

公司持股30%的同煤广发化学工业有限公司

（以下简称“同煤化工”）目前正在进行首期年产60万吨的甲醇项目的试生产。2016年11月，公司发布公告，为进一步优化公司综合能源产业体系，提高资源配置效率，公司计划将其持有的同煤化工30%股权通过公开挂牌的方式进行转让，目前转让安排有所调整，中诚信国际将对此事项进展保持关注。

码头运营方面，公司拥有5万吨级煤炭中转码头、7万吨级煤炭中转码头及港发石油化工码头。2019年公司煤炭及油品业务的同步上升推动码头吞吐量大幅增长。自有码头的运营为公司油库租赁、成品油销售业务以及煤炭销售业务提供了良好的保障。

表 5：近年来公司油品和码头运营情况

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
油库租赁量（万立方米）	525	576	618	151
成品油销售量（万吨）	52.14	33.00	101.00	21.32
码头累积吞吐量（万吨）	2,224	1,984	2,209	494
自有运力货运量（万吨）	571	606	724	180

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司拓展天然气批发业务，天然气销售量小幅增长。但天然气销售价格的不断下降，对公司天然气业务盈利能力产生一定影响

公司燃气管网已覆盖广州市主城区、南沙区、黄埔区、增城区以及花都区等区域。近年来，公司不断完善高中压管网建设和布局，截至2020年3月末，燃气管网长度已达5,513公里（不含居民入户盘管、立管等管网长度），居民用户约193万户。

气源方面，燃气集团天然气供应主要来自于中石油、中海油和广东省天然气管网有限公司等。公司与上游供应商保持了密切良好的合作关系，供气能力稳定。此外，公司在积极争取“西二线”气源的基础上，开展国际市场天然气采购业务。未来，公司计划形成陆上和海上进口气源多层次多渠道的气源供应保障体系，进一步提高供气能力。

销售方面，受益于用户进一步的开发以及区域

³2015年发展碧辟油品公司控股股东广州发展油品投资有限公司，由能

源物流集团吸收合并，相应义务由能源物流集团承接。

内用气量的增长，公司天然气销售量呈逐年增长态势。其中 2019 年以来，公司拓展天然气批发业务，供气规模有所提升。从供气结构看，公司下游用户整体较为稳定，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司对商业用户和工业客户的供气量分别占管道燃气销售量的 34.78% 和 30.65%。

表 6：近年来公司燃气销售情况（亿立方米）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
天然气销售总量	10.85	12.67	15.90	3.93
其中：管道燃气销售量	10.80	12.64	12.66	2.63
LNG 销售量	0.05	0.04	3.25	1.30

资料来源：公司年报

销售价格方面，我国天然气价格由国家发改委以及省、市、县一级物价局确定。受天然气改革影响，公司天然气销售价格⁴有所下调，给公司的天然气业务运营带来一定影响。中诚信国际将持续关注天然气价格调整对公司天然气业务运营的影响。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，啤酒行业整体下行，公司啤酒业务盈利能力值得关注

公司主要通过间接控股的珠江啤酒进行啤酒生产及销售的运营。跟踪期内，公司啤酒产能维持稳定。

原材料方面，公司与上游供应商保持长期合作关系，原材料供应充足。2019 年，受原材料价格下降的影响，公司平均生产成本有所下降。此外，2020 年一季度，公司啤酒业务处于淡季，产量较低，固定摊销成本较高，使得公司平均生产成本较高。结算方式方面，公司与供应商交易均采取月结的形式。

公司销售市场主要面向广东、广西和海南等华南地区。目前，公司占有广东省啤酒市场约 30% 的份额。受益于市场需求量的上升，公司啤酒产销量均呈上升态势。但 2020 年以来，由于新冠疫情的影响，公司啤酒产销量同比有所下降。此外，近年来

公司不断升级产品结构，向中、高端市场拓展，使得公司平均销售价格不断提升。

表 7：公司近年来啤酒生产销售情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
灌装产能（万吨/年）	210	210	210	210
酿造产能（万吨/年）	230	230	230	230
生产量（万吨）	120.76	123.36	126.62	15.75
销售量（万吨）	120.99	123.96	125.79	15.87
平均生产成本（元/吨）	1,859.00	1,928.05	1,782.83	2,136.02
平均销售价格（元/吨）	2,992.24	3,191.02	3,299.98	3,406.99

资料来源：公司提供

公司产业服务等业务处于高速发展期，收入规模增长较快

2018 年，广州市国资委将广州国有资产管理集团有限公司（以下简称“国资管理集团”）无偿划转给公司，其主要从事资产处置、音乐文化教育、健康食品和产业服务等业务。

表 8：近年来国资管理集团收入结构（单位：亿元、%）

业务板块	2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
音乐文化板块	0.76	9.65	0.74	18.64	0.06	1.88
健康食品板块	1.13	47.60	0.17	86.59	0.02	90.69
产业服务板块	51.64	1.01	63.63	1.07	5.24	1.40

资料来源：公司提供

公司产业服务收入主要来源于供应链业务。公司利用自有的信息平台“易贸通”进行贸易业务，主要服务于一带一路企业，行业涉及煤炭、石油焦、钢材、水泥、电解铜和医疗器械等。该业务板块自 2016 年起开始运作，目前处于高速发展期，收入规模增长较快。

公司投资领域较多，风险分散，资本市场业务运营能力较强

公司作为广州市国资委的国有股权持股平台、资本运作管理平台、战略投资发展平台及公共资金增值平台，除控股广州发展和珠江啤酒外，还按照

⁴ 2019 年 7 月 6 日，公司发布公告，根据《广州市发展改革委关于调整我市管道天然气配气价格及非居民销售价格有关问题的通知》（穗发改规字[2019]9 号），自 2019 年 7 月 1 日，广州市高压配气价格下调为

0.19 元/立方米，中低压配气价格下调为 0.81 元/立方米，上述价格均为基准价格（含税），供需双方可以基准价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定价格。

完全市场化原则，以“国资项目为主、其他项目为辅”的总体策略，对广州市一系列上市公司进行资本运作，投资领域涵盖百货、医药、汽车以及建筑等。近年来，公司主要参股公司运营稳定。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司主要参股公司情况（亿元）

公司	持股比例	市值
广州市浪奇实业股份有限公司	14.22%	5.95
广州白云山医药集团股份有限公司	4.41%	22.58
广州岭南集团控股股份有限公司	12.93%	5.17
中国电力建设股份有限公司	1.01%	6.08
广州汽车集团股份有限公司	2.06%	22.26

中国长江电力股份有限公司	4.55%	15.88
广州港股份有限公司	2.00%	3.96
广东粤电靖海发电有限公司	10.00%	9.83
广州越秀金融控股集团股份有限公司	13.31%	42.92
华融证券股份有限公司	10.24%	16.65

注：市值以 2020 年 3 月末收盘价格计算。

资料来源：公司提供

公司还立足产业基金集群，融合科技、金融、创新平台，为广州市创新创业企业和项目提供股权、债权类融资支持。截至 2020 年 3 月末，公司已成立 3 家基金管理公司，成立多只基金，投资范围广泛。

表 10：公司主要基金投资情况（万元）

基金管理公司	基金简称	基金规模	公司持股比例	公司已出资规模	基金已投资规模	成立时间	投资领域
广州市中小企业发展基金有限公司	中小企业基金	50,000.00	100.00%	50,000.00	48,188.11	2017.01.23	战略性新兴产业
	国资并购基金	300,100.00	23.36%	70,100.00	50,000.00	2019.01.02	战略性新兴产业；现代物流、工业互联网、港口航运、文化创意及设计等生产性服务业；旅游、体育、食品、文化等消费升级产业
广州科创国发产业基金管理有限公司	国发创业投资基金	8,002.88	99.71%	8,000.00	6,274.53	2018.07.20	战略性新兴产业
	科创智汇一号	8,000.00	30.00%	3,900.00	-	2019.11.18	战略性新兴产业
	广州国资混改一期	22,900.00	38.86%	9,000.00	-	2019.11.25	优先投资于市属国企重点混改项目
广州绿色基础设施产业投资基金管理有限公司	绿色基金	400,200.00	59.97%	-	-	2019.12.06	基础设施、城市更新改造及战略性新兴产业

资料来源：公司提供

另外，公司还与新加坡淡马锡控股公司共同成立了广州国发新联投资有限公司，主要从事医疗大健康等战略性新兴产业的投资。目前，公司联合广州市妇儿医院共同新建一家国际化妇儿医院，拟投资 20 亿元。该项目已通过市政府相关部门审批，完成合同签订，并取得营业许可证。

随着在建、拟建项目的不断推进，公司装机规模、天然气供应能力等将进一步增强；但公司较多的储备项目或将对公司的融资及资金平衡能力构成一定挑战

根据公司未来规划，“十三五”期间，公司将进一步强化以产业控股为主的国有资本投资运营公司定位，构建资本运作、产业投资、重组整合、产业融资、战略研究五大业务，推动国有资本更多投

向重要行业和关键领域。

在建及拟建项目方面，截至 2020 年 3 月末公司投资项目主要集中于电力、天然气和啤酒项目，总投资 166.56 亿元，2020 年计划投资 29.23 亿元。其中，广州市天然气利用工程四期工程项目主要对广州市天然气高压管道系统进行扩容，为天然气用户完善配气管网，同时配套西气东输三线工程。项目建设完成后，将扩充广州市天然气接气能力 30 亿立方米/年，能够满足广州市 2020 年的天然气市场容量需求；高中压管网供气范围覆盖全广州市，天然气供气规模和安全保障能力将得到进一步提升。

表 11：截至 2020 年 3 月末公司主要在建、拟建项目（单位：万元、%）

序号	项目名称	总投资	截至 2020 年 3 月末 公司已投金额	股比	预期完工时间	2020 年预计投资
在建项目						
1	广州市天然气利用工程四期工程项目	696,700.00	147,410.00	100	2023	40,000.00
2	广州 LNG 应急调峰气源站项目	437,800.00	9,700.00	100	2022	40,000.00
3	广州发展太平分布式能源站项目	67,251.00	45,358.00	100	2020	12,000.00
4	河源紫金农业光伏项目	16,957.26	5,161.00	100	2020	16,957.26
5	连州西江光伏发电项目	8,410.70	4,810.00	100	2020	8,410.70
6	湛江坡头渔光互补项目	52,800.00	2,044.00	100	2020	52,800.00
7	珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	181,405.00	9,273.36	100	2024	15,000.00
8	现代化营销网络建设及升级项目	100,780.00	9,056.74	100	2024	2,500.00
9	信息化平台建设及品牌推广项目	60,045.00	1,169.31	100	2024	1,911.00
10	O2O 销售渠道建设及推广项目	30,428.00	962.98	100	2024	62.00
11	广州越秀展览中心 7-10 层物业	36,454.64	18,227.32	100	2020	18,227.32
12	广州国际企业孵化器四期建设（一期用地改扩建）工程	10,347.00	1,588.00	66.35	2020	6,835.00
小计		935,427.60	254,760.71	--	--	214,703.28
拟建项目						
1	广州发展从化明珠生物医药健康产业园分布式能源站项目	69,058	--	100	2021	10,000.00
2	广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目	319,200	--	--	2022	10,000.00
3	LNG 应急调峰气源站配套管线工程	128,000	--	100	2023	500.00
4	连平大湖二期农业光伏项目	21,000	--	100	2021	2,100.00
5	台山渔业光伏产业园三期项目	135,000	--	100	2021	45,000.00
6	东莞市珠江啤酒有限公司扩建项目	45,280	--	100	2021	10,000.00
7	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	2021	-
8	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	2021	-
小计		730,138	--	--	--	77,600.00
合计		1,665,565.60	254,760.71	--	--	292,303.28

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙人）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2019 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年 1~3 月财务报表。公司财务报表均依照新会计准则编制。以下财务分析均采用各期财务报表期末数。

为计算有息债务，中诚信国际将公司合并口径的长期应付款中的有息借款调整至长期债务，将一年内到期的非流动负债中的应付利息调整出短期债务。

跟踪期内，受业务扩张、煤炭和天然气价格变化以及新冠疫情的影响，公司盈利能力有所波动

跟踪期内，随着公司能源物流和产业服务业务

板块的不断发展，公司收入稳步增长。公司业务板块较为分散，营业毛利率随各业务板块的发展而有所波动。具体来看，电力业务方面，2019年以来，受益于煤炭价格的小幅回落，公司电力业务盈利能力有所回升，但2020年一季度，受新冠疫情影响，公司上网电量同比下滑，电力业务毛利率大幅下降。能源物流业务方面，公司能源物流业务主要为煤炭贸易，整体毛利率较低，受同行业竞争，压缩利润空间，以及进口、金融等相关政策的影响，公司能源物流业务毛利率持续下降。天然气业务方面，受天然气销售价格下降影响，公司天然气业务盈利能力持续下滑。啤酒业务方面，受益于销售价格增长，啤酒业务毛利率持续提升，但2020年一季度，受新冠肺炎疫情对于产业链上下游的影响，公司啤酒毛利率有所回落。

表 12：公司收入结构及占比情况（亿元）

板块	2017	2018	2019	2020.1~3
电力业务	80.17	72.69	69.57	12.27
能源物流业务	130.46	145.11	177.30	39.98
燃气业务	33.03	38.36	43.05	9.52
啤酒业务	36.87	38.65	40.80	5.61
产业服务业务	--	52.31	63.94	5.24
其他业务	7.45	10.32	20.23	2.15
营业总收入	287.98	357.44	414.90	74.78

资料来源：公司财务报告

表 13：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

板块	2017	2018	2019	2020.1~3
电力业务	12.54	14.02	19.50	9.83
能源物流业务	3.73	2.87	2.25	1.14
燃气业务	26.87	25.12	19.34	20.78
啤酒业务	38.59	38.99	45.80	38.07
产业服务业务	--	1.36	0.69	1.40
其他业务	60.72	58.29	51.81	55.01
营业毛利率	14.34	12.36	13.15	9.15

资料来源：公司提供

期间费用方面，随着业务规模扩大，公司增加的人工成本推升公司期间费用呈增长态势。收入规

模的快速提升使得期间费用率维持稳定。从期间费用构成来看，公司期间费用中管理费用占比最高，其主要组成为职工薪酬、研究与开发费等。此外，跟踪期内，公司债务规模不断上升，财务费用呈增长态势。

2019年以来，随着公司收入规模和盈利能力的提升，经营性业务利润大幅增长。投资收益方面，随着公司参股的企业净利润增长，2019年公司权益法核算的长期股权投资收益增长较大。另外，2018年和2019年公司获得发电权补助2.24亿元和2.20亿元，使得营业外损益有所增长。2020年一季度，公司受疫情影响盈利能力下滑，但费用保持较大规模，公司经营性业务利润出现亏损。

受上网电价波动和贸易业务成本变动等因素影响，公司利润水平有所波动，进而使得公司EBIT和EBITDA均呈先抑后扬态势，总资产收益率亦随之呈同趋势波动。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（合并口径）（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	29.14	38.05	42.23	8.09
期间费用率(%)	10.12	10.64	10.18	10.82
经营性业务利润	9.19	3.68	8.99	-1.54
投资收益	15.97	4.61	10.30	6.60
营业外损益	0.16	3.02	2.31	0.39
利润总额	20.37	11.27	19.02	5.38
EBIT	30.44	25.66	33.56	--
EBITDA	44.70	40.07	48.92	--
总资产收益率(%)	4.91	3.58	4.39	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，利润总额方面，公司作为广州市国资委资产管理平台，母公司无营业收入，利润贡献主要来自于投资收益。2019年，受益于参股公司收益增加，投资收益大幅增加，当期母公司利润扭亏为盈。

表 15：近年来公司盈利能力相关指标（母公司口径）（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
--	------	------	------	----------

期间费用合计	4.66	8.02	8.11	1.90
经营性业务利润	-4.68	-8.04	-8.14	-1.90
投资收益	17.06	5.93	10.22	5.77
利润总额	12.41	-2.11	2.10	3.86
总资产收益率(%)	7.28	1.92	3.35	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模逐年增长，且跟踪期内公司债务结构有所优化

跟踪期内，随着公司在建、拟建项目以及兼并收购的逐步推进，公司资产规模有所增长。公司资产以非流动资产为主，其中固定资产、长期股权投资、可供出售金融资产和无形资产占比较大。跟踪期内，公司光伏发电工程以及燃气管道工程投入不断增加，并分批次转入固定资产，使得公司固定资产和在建工程规模不断增长。此外，公司参股大量优质上市公司及电力等企业，可供出售金融资产和长期股权投资保持较大规模。流动资产方面，公司货币资金保持较大规模，截至 2019 年末，受限货币资金为 12.94 亿元，主要为保证金等。

表 16：近年来公司资产构成（合并口径）（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	79.95	102.48	114.39	98.79
存货	23.33	24.46	30.30	32.67
流动资产	190.50	207.90	209.36	195.08
固定资产	201.22	195.96	203.00	206.55
在建工程	8.13	10.44	22.06	22.82
长期股权投资	117.25	117.47	116.82	122.82
可供出售金融资产	128.95	119.22	138.41	131.49
非流动资产	509.21	508.39	582.46	585.92
资产总额	699.71	716.28	791.82	781.00

注：可供出售金融资产包含其他权益工具投资。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司总债务持续提升。2019 年，公司进行债务结构调整，长期债务占比大幅提升，债务结构有所优化。以长期债务为主的债务结构，更为符合公司项目投资周期较长的特点。此外，随着未分配利润的不断累积，公司所有者权益呈持续增长趋势，进

而使得财务杠杆维持稳定。

表 17：近年来债务结构及资本实力情况（合并口径）

	(亿元、%、X)			
	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	105.41	150.84	111.20	105.08
长期债务	200.79	171.54	225.80	225.29
短期债务/长期债务	0.53	0.88	0.49	0.47
总债务	306.20	322.37	337.00	330.37
所有者权益	310.91	312.11	342.37	344.40
总资本化比率	49.62	50.81	49.60	48.96

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径方面，随着公司控股及参股公司业务的增长，母公司资产及权益呈增长趋势。公司资产以长期股权投资和可供出售金融资产为主，近年来规模较为稳定。公司本部债务规模逐年增长，考虑到本部的造血能力较弱，其面临一定的债务压力。

表 18：近年来公司资产及债务情况（母公司口径）

	(亿元、%、X)			
	2017	2018	2019	2020.3
可供出售金融资产	90.91	80.07	85.73	77.37
长期股权投资	176.08	182.40	195.62	201.61
非流动资产	281.17	276.63	295.50	293.12
总资产	289.90	280.91	305.68	304.24
短期债务/长期债务	0.61	0.75	0.76	0.79
总债务	159.40	162.93	171.58	168.35
所有者权益	118.71	113.69	128.60	131.31
总资本化比率	57.32	58.90	57.16	56.18

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经营获现能力很强，各项偿债指标均处于较好水平

公司主营业务较为稳定，经营获现能力很强。2019 年，公司应付煤款和预收煤炭及油品账款增加，使得当期经营活动净现金流较上年同期大幅增长。同期，公司燃气集团收购粤海石化支付股权转让款，融资租赁公司投放外部项目融资租赁款增加，同时公司支付部分并购基金投资款，使得当期公司投资

活动现金净流出规模较上年同期大幅增长。

从偿债指标看，2019年以来，公司债务规模虽有所提升，但得益于经营活动净现金流的快速增长，其对总债务的覆盖能力有所提高。受利润水平波动影响，公司EBITDA对债务本息的覆盖能力有所波动，但均处于较好水平。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（合并口径）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流（亿元）	27.14	19.22	46.12	-2.78
投资活动净现金流（亿元）	-130.70	6.92	-32.85	-0.04
筹资活动净现金流（亿元）	129.97	-4.65	-15.66	-11.89
经调整后的经营活动净现金流/总债务（%）	4.08	0.36	8.31	-5.59*
EBITDA（亿元）	44.70	40.07	48.92	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.42	2.74	3.32	--
总债务/EBITDA（X）	6.85	8.05	6.89	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.68	1.32	3.13	--

注：标“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径方面，母公司经营活动净现金流规模相对较小。2019年随着投资规模的下降，公司筹资力度亦有所减小。

表 20：近年来公司现金流及偿债指标情况（母公司口径）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流（亿元）	4.98	-5.53	-0.44	-0.30
投资活动净现金流（亿元）	-104.96	6.43	6.71	-2.04
筹资活动净现金流（亿元）	102.23	-4.81	-0.13	-4.24
经调整后的经营活动净现金流/总债务（%）	0.20	-8.61	-5.28	-3.04*
EBITDA（亿元）	16.84	5.51	9.82	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.82	0.72	1.27	--
总债务/EBITDA（X）	9.46	29.58	17.47	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.13	-0.73	-0.06	--

注：标“*”数据经年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的权益融资渠道为公司偿债提供了保障；对外担保和受限资产占比均较低；

需关注子公司短期借款逾期情况

截至2020年3月末，公司受限资产合计16.63亿元，主要为货币资金、应收账款、长期应收款和固定资产。

对外担保方面，截至2020年3月末，公司对外担保金额为2.90亿元，担保对象全部为对关联方同煤广发化学工业有限公司和广州发展航运有限公司，占净资产的比重很小，中诚信国际将持续关注公司的代偿风险。同期末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至2020年3月末，公司共获得各银行综合授信额度810.93亿元，其中未使用额度666.35亿元。此外，公司拥有两家上市公司，权益融资渠道畅通。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2019年8月，公司全资的广州交易所集团有限公司（以下简称“交易所集团”）下属全资子公司广州企业财务清算有限公司（以下简称“清算公司”）与珠海华润银行广州分行签署《综合授信合同》，用于开展交易所集团控股子公司广州商品交易所有限公司的大宗商品现货交易替代交收业务。其后，清算公司陆续累计提款2,101万元，借款期限均为3个月。由于清算公司的上游企业出现违约，业务款项未能收回，清算公司账面余额暂不足以支付剩余本息。截至2020年3月末，清算公司逾期未偿还短期借款余额1,999万元，目前正与珠海华润银行广州分行协商解决方案。除此之外，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具）。

外部支持

公司作为广州市国资委的全资子公司，在资源整合、土地收储、资本运作等方面得到大力支持

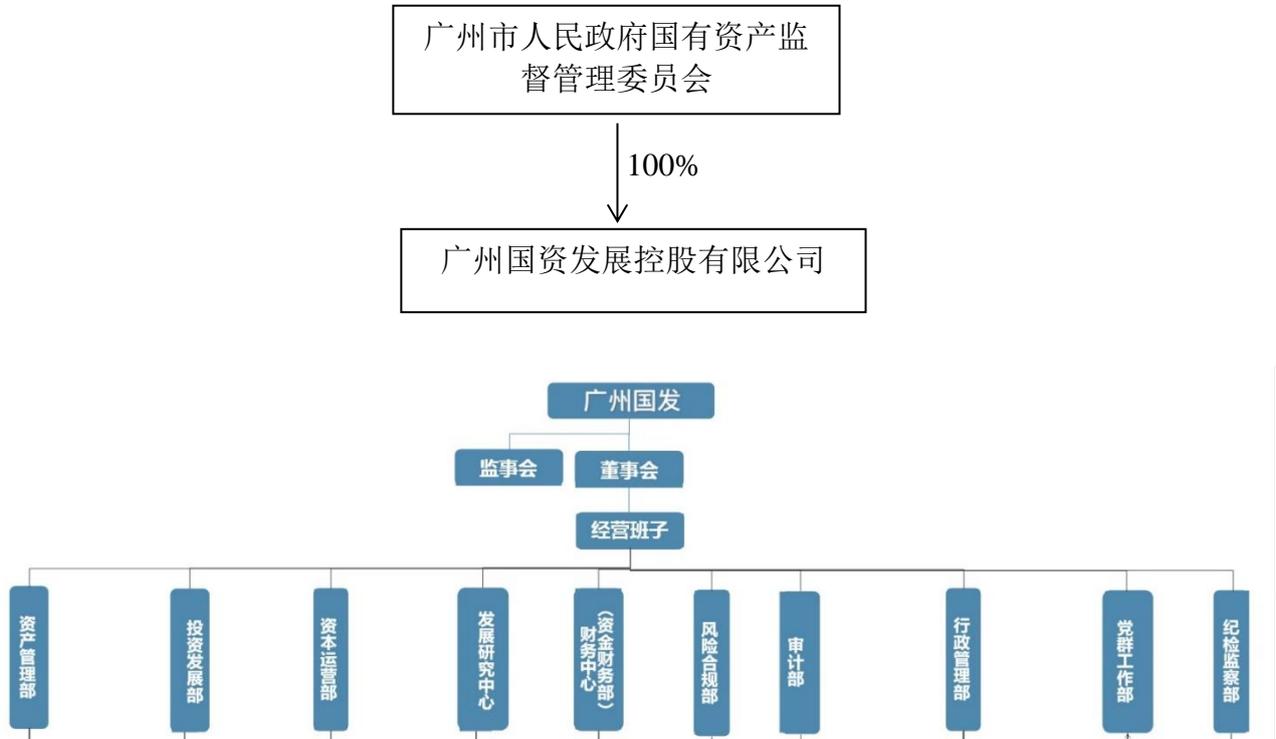
广州国发为广州市国资委全资子公司，是广州市国资委下属的国有股权持股平台、资本运作管理平台、战略投资发展平台及公共资金增值平台，公司获得广州市国资委大力支持，近年来广州市国资

委陆续将广州市优质资产划转至公司。另外，公司部分土地由政府收储，政府招拍挂总价款的 60% 归公司所有，截至目前已有 105 亩土地纳入政府收储计划，股东支持力度大。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州国资发展控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 穗发 01”、“17 穗发 01”和“18 穗发 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州国资发展控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：广州国资发展控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	799,524.97	1,024,832.58	1,143,865.41	987,893.83
应收账款净额	117,792.94	171,254.56	259,792.24	240,851.23
其他应收款	8,316.76	43,563.03	35,502.60	39,631.50
存货净额	233,282.39	244,609.22	302,980.53	326,735.41
长期投资	2,462,277.52	2,366,931.90	2,552,402.38	2,543,239.60
固定资产	2,012,151.72	1,959,625.37	2,030,037.59	2,065,501.88
在建工程	81,259.86	104,398.65	220,644.52	228,233.00
无形资产	155,850.93	154,864.02	474,429.48	471,999.93
总资产	6,997,107.29	7,162,819.59	7,918,196.40	7,809,994.54
其他应付款	124,164.11	171,014.88	179,000.47	124,290.46
短期债务	1,054,139.31	1,508,365.62	1,112,002.32	1,050,772.04
长期债务	2,007,875.91	1,715,356.88	2,257,966.35	2,252,920.63
总债务	3,062,015.22	3,223,722.51	3,369,968.67	3,303,692.67
净债务	2,262,490.25	2,198,889.93	2,226,103.26	2,315,798.85
总负债	3,887,963.68	4,041,676.03	4,494,476.00	4,365,956.34
费用化利息支出	100,723.57	143,942.36	145,440.85	--
资本化利息支出	370.07	2,201.77	1,835.39	--
所有者权益合计	3,109,143.61	3,121,143.57	3,423,720.40	3,444,038.19
营业总收入	2,879,766.95	3,574,440.90	4,148,991.34	747,835.43
经营性业务利润	91,914.44	36,754.83	89,933.51	-15,399.64
投资收益	159,732.12	46,095.49	103,013.55	66,029.29
净利润	132,755.95	75,910.51	154,297.71	51,656.70
EBIT	304,405.47	256,594.99	335,612.78	--
EBITDA	446,969.23	400,652.52	489,155.82	--
经营活动产生现金净流量	271,380.74	192,243.24	461,177.12	-27,757.08
投资活动产生现金净流量	-1,306,988.20	69,245.45	-328,533.53	-404.30
筹资活动产生现金净流量	1,299,692.19	-46,527.81	-156,588.25	-118,901.73
资本支出	125,821.12	122,459.92	473,359.72	35,080.90
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	14.34	12.36	13.15	9.15
期间费用率(%)	10.12	10.64	10.18	10.82
EBITDA 利润率(%)	15.52	11.21	11.79	--
总资产收益率(%)	4.91	3.58	4.39	--
净资产收益率(%)	4.45	2.41	4.68	6.02*
流动比率(X)	1.16	0.98	1.08	1.07
速动比率(X)	1.01	0.87	0.93	0.89
存货周转率(X)	10.20	12.58	13.10	8.60*
应收账款周转率(X)	23.72	23.51	19.14	11.91*
资产负债率(%)	55.57	56.43	56.76	55.90
总资本化比率(%)	49.62	50.81	49.60	48.96
短期债务/总债务(%)	34.43	46.79	33.00	31.81
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	0.06	0.14	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.13	0.41	-0.11*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.68	1.32	3.13	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.08	0.36	8.31	-5.59*
总债务/EBITDA(X)	6.85	8.05	6.89	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.27	0.44	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.42	2.74	3.32	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.01	1.76	2.28	--

注：1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理；2、为计算有息债务，中诚信国际将公司合并口径的长期应付款中的有息借款调整至长期债务，将一年内到期的非流动负债中的应付利息调整出短期债务；3、标“*”数据为年化指标；4、由于缺乏相关数据，2020年一季度部分财务相关指标无法计算。

附三：广州国资发展控股有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	61,752.20	22,659.53	84,024.58	18,234.31
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	150.00
其他应收款	0.06	218.89	209.03	100.98
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,669,940.83	2,624,702.92	2,813,540.72	2,789,798.24
固定资产	137.68	112.01	91.18	81.74
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	58.41	65.35	79.85	75.22
总资产	2,899,027.85	2,809,088.48	3,056,767.11	3,042,407.69
其他应付款	52,356.51	27,251.04	24,704.95	32,809.12
短期债务	605,000.00	696,537.14	741,803.18	742,815.42
长期债务	989,024.30	932,737.55	973,962.76	940,647.70
总债务	1,594,024.30	1,629,274.69	1,715,765.94	1,683,463.11
净债务	1,532,272.10	1,606,615.16	1,631,741.36	1,665,228.81
总负债	1,711,912.37	1,672,217.57	1,770,766.43	1,729,299.36
费用化利息支出	44,125.62	75,990.42	77,039.58	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,187,115.48	1,136,870.91	1,286,000.68	1,313,108.33
营业总收入	0.00	0.00	0.00	141.51
经营性业务利润	-46,753.06	-80,352.26	-81,375.75	-19,018.32
投资收益	170,640.23	59,344.29	102,166.91	57,683.30
净利润	90,316.33	-21,102.43	24,062.12	39,921.10
EBIT	168,258.22	54,888.00	97,998.40	--
EBITDA	168,448.38	55,088.37	98,207.40	--
经营活动产生现金净流量	49,764.60	-55,334.68	-4,440.49	-3,005.11
投资活动产生现金净流量	-1,049,554.16	64,319.66	67,079.46	-20,412.67
筹资活动产生现金净流量	1,022,265.51	-48,077.64	-1,273.92	-42,372.49
资本支出	9.13	110.63	16.25	77,592.56
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	--	--	--	100.00
期间费用率(%)	--	--	--	13,429.25
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	40,001.30
总资产收益率(%)	7.28	1.92	3.35	--
净资产收益率(%)	7.76	-1.82	1.99	--
流动比率(X)	0.13	0.06	0.13	0.14
速动比率(X)	0.13	0.06	0.13	0.14
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	3.77*
资产负债率(%)	59.05	59.53	57.93	56.84
总资本化比率(%)	57.32	58.90	57.16	56.18
短期债务/总债务(%)	37.95	42.75	43.23	44.12
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	-0.03	0.00	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	-0.08	-0.01	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.13	-0.73	-0.06	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.20	-8.61	-5.28	-3.04*
总债务/EBITDA(X)	9.46	29.58	17.47	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.08	0.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.82	0.72	1.27	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.81	0.72	1.27	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、标“*”数据为年化指标；3、由于缺乏相关数据，2020 年一季度部分财务相关指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	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))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/年采购成本
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出
	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
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	EBIT/净资产平均余额
	EBIT利润率	EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	EBITDA/当年营业总收入	
现金流	RCF	经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
	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
	经调整的经营净现金流	经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。