

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（2021）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 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 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.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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0939 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**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十三日

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”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了控股资产运营实力稳步增强、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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	716.28	791.82	816.85	882.57
所有者权益合计（亿元）	312.11	342.37	362.94	360.43
总负债（亿元）	404.17	449.45	453.91	522.15
总债务（亿元）	322.37	337.00	339.84	402.42
营业总收入（亿元）	357.44	414.90	392.69	102.51
净利润（亿元）	7.59	15.43	24.52	1.63
EBITDA（亿元）	40.07	48.92	59.82	--
经营活动净现金流（亿元）	19.22	46.12	31.80	-2.35
资产负债率（%）	56.43	56.76	55.57	59.16
广州国发（母公司）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	280.91	305.68	312.10	321.70
所有者权益合计（亿元）	113.69	128.60	138.14	131.47
总负债（亿元）	167.22	177.08	173.95	190.23
总债务（亿元）	162.93	171.58	169.22	188.25
营业总收入（亿元）	--	--	0.06	0.001
净利润（亿元）	-2.11	2.41	12.94	-0.09
EBITDA（亿元）	5.51	9.82	18.92	--
经营活动净现金流（亿元）	-5.53	-0.44	-0.88	-0.46
资产负债率（%）	59.53	57.93	55.74	59.13

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 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 2020 年新能源发电装机规模进一步提升，能源物流业务规模亦保持增

长。此外，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 34% 的市场份额，具有较强的品牌影响力。

■ **公司财务政策稳健。**2020 年以来，未分配利润的持续积累使得公司所有者权益进一步增加，虽然随着项目建设及投资的增加，公司债务规模及财务杠杆水平平均整体有所上升，但其负债率仍保持较低水平。

■ **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 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度为 960.29 亿元，其中未使用额度 806.04 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 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围内的二级子公司共 14 家，其中，主要资产广州发展和珠江啤酒为上市公司，公司净利润等利润指标对其依赖程度较高。

■ **公司本部面临一定债务压力。**2020 年以来，公司金融资产投资保持一定规模，推升本部债务规模整体有所增长，公司本部面临一定的债务压力。考虑到金融资产本身的波动性较大，中诚信国际将持续关注其资产价值、投资收益以及分红情况。

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。

同行业比较

2020 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)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
天津能源	184.60	569.69	62.76	154.67	4.24	10.59
新天绿色	547.20	572.58	70.84	125.11	19.33	27.26
广州国发	500.19	816.85	55.57	392.69	24.52	13.91

注：“天津能源”为“天津能源投资集团有限公司”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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
16 穗发 01	AAA	AAA	2020/6/23	30.00	30.00	2016/11/22~2021/11/22 (3+2)	投资者回售选择权和公司 票面利率调整选择权
17 穗发 01	AAA	AAA	2020/6/23	30.00	30.00	2017/04/26~2022/04/26 (3+2)	投资者回售选择权和公司 票面利率调整选择权
18 穗发 01	AAA	AAA	2020/6/23	22.00	22.00	2018/04/19~2023/04/19 (3+2)	投资者回售选择权和公司 票面利率调整选择权

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 2021 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	补充流动资金	否
17 穗发 01	30.00	30.00	偿还银行借款以及补充流动资金	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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来，火电装机增速继续保持较低水平，机组利用效率受新冠疫情及清洁能源消纳比重上升等因素影响持续下降，叠加目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力

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。未来在国家节能减排、控煤电¹等大背景下，火电投资主要集中于大型煤电一体化、特高压外送以及淘汰落后产能后的同规模置换项目，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

机组利用效率方面，2019 年以来，受用电需求增速下滑、清洁能源挤压、新冠疫情冲击以及水电由于来水偏丰而引起的持续出力等因素影响，全国火电设备平均利用小时数持续下降。其中，水资源丰富的西南地区的火电运营形势严峻，在煤炭价格回落的情况下，较低的利用小时数仍使得该区域火电持续亏损。未来短期内仍有较大规模清洁能源集中投产，在用电需求低速增长的情况下，全国火电

设备平均利用小时仍面临较大的下行压力。

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及电改等因素影响仍将面临一定下行压力。

煤炭价格方面，2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，使得 1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。

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，加之目前高位的煤炭价格，未来短期内煤电企业将面临一定经营压力。

2020 年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍呈增长态势；长期看，经济增长方式的转变、能源结构的调整及严格的环保政策都将继续压制煤炭需求增长，未来煤炭消费增速将保持在较低水平

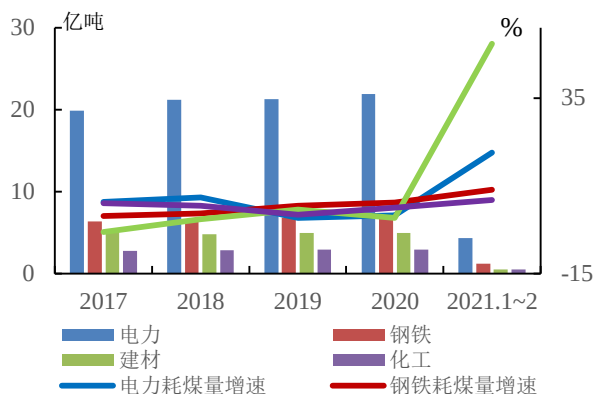
中国煤炭需求主要集中在电力、钢铁、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 90% 左右。受疫情以及电力行业耗煤量增速放缓影响，2020 年我国煤炭消费量为 40.5 亿吨，同比增长

看，全国大部分区域仍为红色或橙色预警区。

¹ 国家十三五规划要求火电装机容量控制在 11 亿千瓦以内；同时根据 2023 年煤电规划建设风险预警，从资源约束和项目建设经济性角度来

1.0%，消费增速同比回升 0.1 个百分点。2021 年 1~2 月，我国煤炭消费量为 7.0 亿吨，同比增长 15.5%。

图 1：煤炭主要下游行业耗煤量及增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，我国电力需求显著下降；但下半年以来，随着宏观经济的逐步复苏，工业生产逐步加快，全国用电量明显回升，且在第四季度低温寒潮的推动下，当季度用电需求大幅增长，2020 年我国全社会用电量同比仍增长 3.1%，增速同比下降 1.4 个百分点。受清洁能源装机规模上升等因素影响，2020 年我国火电发电量增速同比进一步下降 0.7 个百分点至 1.2%，但仍呈增长态势，当期电力行业煤炭消费量同比亦增长 1.5%，增速同比上升 0.7 个百分点。

2020 年，我国制造业投资同比下降 2.2%，受疫情影响较为严重；尽管受税收减免等因素影响，我国财政收入有所下降，但随着转移支付增加、提高地方财政资金留用比例政策的延长、抗疫特别国债的发行等多项措施的持续加码，我国基建投资（含电力）同比仍增长 3.4%；加之疫情后积压的购房需求快速兑现及优质地块供应增加使得地产商仍保持了较高的投资意愿，当期地产投资同比增长 7.0%，上述因素使得我国固定资产投资同比仍增长 2.9%，钢铁及建材行业用煤需求同比分别增长 3.8% 和 0.8%，增速同比下降 0.5 个百分点和 2.3 个百分点。

此外，2020 年我国化肥产品产量同比有所下降，但受益于煤制油、煤质烯烃及煤制乙二醇等新型煤化工产能的继续释放，化工行业用煤需求亦得到一定支撑，当期化工行业煤炭消费量同比增长 0.2%，增速同比下降 1.6 个百分点。

整体看，2020 年初我国煤炭需求受新冠肺炎疫情影响较大，但随着疫情后宏观经济的逐步复苏，煤炭主要下游行业用煤需求迅速回升，全年煤炭消费量仍保持增长。但长期来看，经济增长方式的转变、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增速承压，未来随着碳中和、碳达峰等相关环保政策的逐步推进，煤炭行业消费增速将保持在较低水平。

2019 年以来，天然气在能源消费结构中占比持续提升且需求继续保持增长，管网和储气设施建设稳步推进，一定程度上缓解了天然气供给缺口；但未来总体供给和区域不均衡仍将长期存在

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 2019 年末，我国天然气已探明储量为 8.40 万亿立方米，占世界探明储量的 4.13%。同期，我国天然气储采比为 47.30 年，略低于全球天然气储采比 49.82 年。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。

从供需情况来看，近年来，天然气产量保持快速增长，自 2010 年至 2019 年的消费量增幅为 1.86 倍。其中，城市燃气和工业燃料是天然气需求的主要方向。根据《天然气十三五规划》，到 2020 年，我国气化人口年均增速 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。

根据《天然气十三五规划》，“十三五”期间，我国计划新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超

过 4,000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。2020 年，天然气计划年产量 2,020 亿立方米，年均增速 8.9%；国内天然气综合保供能力达到 3,600 亿立方米以上。预计未来我国将继续加强勘探开发，加快天然气管网和储气设施建设，以提升天然气输送能力和供给能力。

广东省区位优势经济基础和较高的发展速度，对公司发展提供有力支撑

广东省电力市场化交易改革进程处于全国前列，电力交易规模比重处于较高水平。近年来，广东电力市场竞争逐步回归理性，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。

公司所在的广东省是我国经济最发达区域之一，GDP 总量连年位于全国前列。2020 年，广东省 GDP 同比增长 2.3%至 110,760.94 亿元，期间全社会用电量 6,926.12 亿千瓦时，同比增长 3.44%。其中，工业用电量同比增长 3.27%，强大的区位优势经济实力对公司业务发展提供有力支撑。

2020 年以来公司装机规模持续提升，电源结构不断优化；中诚信国际将持续关注电力体制改革、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

2020 年以来，公司电源结构仍以火电为主，受益于部分在建项目的完工投产，公司新能源装机规模有所增长，电源结构进一步优化。截至 2021 年 3 月末，公司控股装机容量增至 540.28 万千瓦。同时，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	2018	2019	2020	2021.3
控股装机容量	417.54	481.33	500.19	540.28
其中：火电	394.88	394.88	403.45	403.45

² 2020 年 8 月，广东省发改委发布《关于调整我省天然气发电上网电价的通知》（粤发改价格[2020]284 号），从 2020 年 8 月 1 日起，广东省使用澳大利亚进口合约天然气的 LNG 电厂的含税上网电价统一降低 0.049

风电	8.26	30.30	30.30	70.38
光伏	14.40	56.15	66.44	66.45
占比	2018	2019	2020	2021.3
控股装机容量	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：火电	94.57%	82.04%	80.66%	74.67%
风电	1.98%	6.30%	6.06%	13.03%
光伏	3.45%	11.67%	13.28%	12.30%

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供、广州发展公告

2020 年，在控煤减排、清洁能源持续挤压及新冠疫情降低下游需求的大环境下，公司控股火电机组利用小时数及发电量均同比有所减少；但风电和光伏发电量随着装机规模的提升而大幅增长。2021 年 1~3 月，受益于疫情带来的负面影响减弱以及风电机组装机容量的进一步增加，公司各类机组发电量及上网电量均较上年同期有所增长。

2020 年，随着电改的不断深化，公司火电市场化交易量进一步增长，加之下调燃气电厂电价政策实施的影响²，公司火电机组上网电价同比有所下降。此外，2020 年以来受新收购及投产风电及光伏发电机组电价不同影响，公司光伏平均上网电价整体有所下降，风电机组上网电价整体有所上升。

表 3：近年来公司控股机组运营情况

火电	2018	2019	2020	2021.1~3
发电量（亿千瓦时）	166.49	156.54	153.80	39.54
上网电量（亿千瓦时）	156.43	147.89	145.22	37.37
市场化交易电量（亿千瓦时）	79.28	108.11	127.00	28.52
平均机组利用小时数（小时）	4,216	3,964	3,887	980
上网电价（含税，元/千瓦时）	0.4567	0.4661	0.4403	0.4497
光伏	2018	2019	2020	2021.1~3
平均机组利用小时数（小时）	1,065	1,060	1,072	259
发电量（亿千瓦时）	1.041	2.083	5.149	1.720
售电量（含上网电量）（亿千瓦时）*	1.038	2.064	5.092	1.710
售电价（元/千瓦时）*	0.7517	0.8500	0.6472	0.6093
风电	2018	2019	2020	2021.1~3
平均机组利用小时数（小时）	1,718	2,619	2,561	796
发电量（亿千瓦时）	1.419	6.087	7.512	5.600

元/千瓦时；此外，全省其他天然气发电机组分为 9F 型及以上机组、9E 型机组和 6F 及以下机组三种，各类型机组在限定的年利用小时数内执行规定的上网电价；超过部分的含税上网电价统一为 0.463 元/千瓦时。

售电量（亿千瓦时）	1.359	5.927	7.308	5.450
售电价（元/千瓦时）	0.5214	0.5289	0.5804	0.5918

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：公司提供、广州发展公告

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。2020 年以来，受益于燃煤价格的回落，公司煤电机组盈利能力有所增强。但 2020 年四季度以来持续走高的煤价正不断挤压公司盈利空间，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。截至 2020 年末，公司仍有 5.18 亿元新能源补贴款尚未到位，中诚信国际将对此保持关注。

配售电业务方面，近年来公司借助产业链优势，不断拓展省外售电业务，2020 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进一步增长至 42.00 亿千瓦时。

2020 年以来，受益于市场的开拓，公司能源物流业务规模同比提升；但受市场竞争以及政策影响，盈利能力进一步下滑；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。近年来，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晋能控股煤业集团有限公司等大型煤炭企业，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³。截至 2020 年末，同发东周窑的煤炭资源储量约为 15.57 亿吨，2020 年销售商品煤 451.50 万吨。

煤炭销售方面，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。2020 年以来公司积极开拓市场并建设电商平台，拓展销售渠道，带动销售量持续增长。

表 4：近年来公司煤炭销售情况（万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售量	2,376	2,564	3,163	857

资料来源：公司提供、广州发展公告

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”）⁴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。2020 年，受益于市场需求的回升，以及市场布局调整，公司油库租赁量有所增长。

成品油销售方面，公司持续开拓市场，2019 年以来进入中石化（广东）外采体系，成品油销售量持续大幅增长。

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。

³ 2020 年该项目出现减值迹象，根据经测算的可收回金额与账面价值的差额计提减值准备 5,900 万元。

⁴ 截至 2021 年 3 月末，广州发展能源物流集团有限公司与 BP GLOBAL INVESTMENTS LIMITED 分别持有其 60%和 40%的股份。

2020 年以来随着煤炭及油品业务规模的拓展，码头吞吐量进一步增长。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	2018	2019	2020	2021.1~3
油库租赁量（万立方米）	576	618	701	169
成品油销售量（万吨）	33	101	149	--
码头累积吞吐量（万吨）	1,984	2,209	2,512	543
自有运力货运量（万吨）	606	724	718	--

资料来源：公司提供

2020 年以来，受益于区域内用气量的增长以及批发业务的拓展，公司天然气销售量呈逐年增长态势；同时，中诚信国际将持续关注天然气价格波动对公司该板块盈利能力造成的影响

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 年末，燃气管网长度已达 5,900 公里（不含居民入户盘管、立管等管网长度），居民用户约 200 万户。

气源方面，燃气集团天然气供应主要来自于中石油、中海油和广东大鹏液化天然气有限公司等。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，2020 年公司在国际 LNG 现货价格低位时合计采购了 11.20 亿立方米海外优质低价天然气现货资源，有效降低了气源采购成本。

销售方面，受受益于区域内用气量的增长以及批发业务的拓展，2020 年以来公司天然气销售量持续增长。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，其价格波动对公司天然气业务运营造成的影响较大，中诚信国际对此将保持关注。

表 6：近年来公司燃气销售情况（亿立方米）

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
天然气销售总量	12.67	15.90	24.89	5.56
其中：管道燃气销售量	12.64	12.66	14.04	3.72
LNG 销售量	0.04	3.25	10.85	1.84

资料来源：公司提供、广州发展公告

公司啤酒业务在华南地区拥有良好的口碑，业务发展稳定；2021 年一季度，新冠肺炎疫情对于啤酒产销量的影响已有所缓解；产品结构的升级持续提升盈利水平

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，2020 年啤酒产能小幅上升。

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。2020 年，平均生产成本基本维持稳定。此外，2021 年一季度，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。

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份额约 34%。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司啤酒产销量同比均有所下降。2021 年一季度，随着新冠肺炎疫情对于居民消费需求影响的缓解，公司啤酒产销量均较上年同期有所增加。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

	2018	2019	2020	2021.1~3
灌装产能（万吨/年）	210	210	220	220
酿造产能（万吨/年）	230	230	230	230
生产量（万吨）	123.36	126.62	118.39	22.92
销售量（万吨）	123.96	125.79	119.94	22.31
平均生产成本（元/吨）	1,928.05	1,782.83	1,787.95	1,945.56
平均销售价格（元/吨）	3,191.02	3,299.98	3,542.81	3,465.76

资料来源：公司提供

产业服务等其他业务板块为公司收入形成一定贡献

公司下属广州国有资产管理集团有限公司（以下简称“国资管理集团”）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及毛利率情况

	（亿元、%）			
收入	2018	2019	2020	2021.1~3
音乐文化板块	0.76	0.74	0.43	0.07
健康食品板块	1.13	0.17	0.08	0.02

产业服务板块	51.64	63.63	26.43	3.42
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
音乐文化板块	9.65	18.64	14.78	28.20
健康食品板块	47.60	86.59	75.28	90.98
产业服务板块	1.01	1.07	1.31	3.38

注：产业服务板块包含其他贸易业务收入。

资料来源：公司提供

公司产业服务收入主要来源于供应链金融业务。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。2020年受终止供应链金融业务影响，该板块业务收入大幅减少。未来，公司将逐步压缩供应链金融业务，或将对产业服务业务收入规模产生影响。

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 2021 年 3 月末公司主要参股上市公司情况（亿元）

公司	持股比例	市值
广州市浪奇实业股份有限公司 ⁵	14.22%	2.65
广州白云山医药集团股份有限公司	3.79%	17.15
广州岭南集团控股股份有限公司	12.93%	6.80
中国电力建设股份有限公司	1.01%	6.36
广州汽车集团股份有限公司	2.04%	21.54
中国长江电力股份有限公司	0.44%	21.44
广州港股份有限公司	1.61%	3.29
广州越秀金融控股集团股份有限公司	10.75%	41.52
广州地铁设计研究院股份有限公司	1.80%	1.48
合计	--	122.23

注：公司股权投资无质押；“广州白云山医药集团股份有限公司”以下简称“白云山”；“广州越秀金融控股集团股份有限公司”以下简称“越秀金控”。

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 2021 年 3 月末，公司已成立 4 家基金管理公司，成立多只基金，投资范围广泛。

表 10：截至 2021 年 3 月末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	公司已出投资规模	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	60,000.00	100.00%	60,000.00	51,346.11	2017.01.23	战略性新兴产业
	国资并购基金	300,100.00	23.36%	70,100.00	70,000.00	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	6,374.53	2018.07.20	战略性新兴产业
	科创智汇一号	8,000.00	48.75%	3,900.00	4,113.03	2019.11.18	战略性新兴产业
	广州国资混改一期	31,800.00	28.30%	9,000.00	12,633.86	2019.11.25	优先投资于市属国企重点混改项目
	科创产业基金	200,000.00	100.00%	3,100.00	--	2020.12.25	战略性新兴产业
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%	60,000.00	--	2019.12.06	基础设施、城市更新改造及战略性新兴产业
广州国发私募证券投资基金管理有限公司	国发证投债券 1 号	4,775.00	96.34%	4,600.00	4,775.00	2020.05.21	固定收益类证券

资料来源：公司提供

此外，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

⁵ 2021 年 2 月 5 日，广州市浪奇实业股份有限公司（以下简称“浪奇实业”）收到立根融资租赁有限公司（以下简称“立根租赁”）的《通知书》。立根租赁以公司资金状况十分困难，多个银行账户被冻结，应收账款和预付款项的回收具有很大的不确定性，已不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力，但仍具有重整的价值为由，向广州中院申请对浪奇实业进行

预重整。2021 年 4 月 6 日，广州中院决定同意立根租赁的申请，对浪奇实业进行预重整。在预重整程序结束后，如法院最终裁定浪奇实业进入重整程序，顺利实施重整并执行完毕重整计划，将有利于优化浪奇实业的资产负债结构，恢复持续经营能力。若重整失败，浪奇实业将存在被宣告破产的风险。

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；但较多的储备项目或将对公司的资金平衡能力构成一定挑战

根据规划，未来公司将建立产业投资平台和国资运营平台的协同运作机制，整合资源并加大前瞻性战略性新兴产业和支柱产业的投资布局，优化产业链生态，促进广州产业转型升级。公司将以清洁能源为中心，全面完善清洁能源产业体系，着力加快新能源产业发展和天然气推广利用，推动能源结构调整优化。公司将借助互联网、啤酒业的上下游协同以及跨界联动，将珠江啤酒打造成为中高端特色啤酒企业及国内领先的啤酒文化产业运营商。此

外，国资管理集团将通过资产专业运营提升价值，打造成为广州市国有不良资产综合解决方案提供商，并发展成为具有地方特色、产业特色的价值链资产管理公司。

在建及拟建项目方面，截至 2021 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 260.10 亿元，2021 年计划投资 37.99 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 2021 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 2021 年 3 月末公司已投金额	股比	预期完工时间	2021 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	441,996.33	199,257.00	100	2023	40,000.00
2	广州 LNG 应急调峰气源站项目	437,800.00	55,500.00	100	2023	50,000.00
3	台山渔业光伏产业园三期光伏发电项目	137,400.00	3,805.00	100	2022	88,700.00
4	河源紫金农业光伏项目	16,957.26	10,783.00	100	2022	6,401.00
5	湛江坡头渔光互补项目	52,800.00	4,600.00	100	2022	16,800.00
6	珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	474,465.00	24,142.18	100	2025	10,000.00
7	现代化营销网络建设及升级项目	22,800.00	11,917.17	100	2025	2,500.00
8	信息化平台建设及品牌推广项目	60,045.00	1,969.96	100	2025	1,687.33
9	O2O 销售渠道建设及推广项目	30,428.00	1,161.02	100	2025	942.15
10	啤酒产能扩大及搬迁项目	161,800.00	86,262.75	100	2025	48,522.71
11	广州越秀展览中心 7-10 层物业	36,454.64	18,227.32	100	2021	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	12,345.70	4,933.98	66	2021	8,167.75
小计		1,885,291.93	422,559.38	--	--	291,948.26
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	69,058.00	--	100	2022	10,000.00
2	广州金融城起步区综合能源项目	134,824.00	--	70	2026	7,000.00
3	广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目	344,131.00	--	72	2023	50,000.00
4	LNG 应急调峰气源站配套管线工程	126,687.00	--	100	2024	2,000.00
5	乐昌云岩农光互补项目	40,995.35	--	100	2022	19,000.00
小计		715,695.35	--	--	--	88,000.00
合计		2,600,987.28	422,559.38	--	--	379,948.26

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 2018~2019 年度财务报告、经致同会计师事务所

(特殊普通合伙)⁶审计并出具的标准无保留意见的2020年度财务报告以及公司披露的未经审计的2021年1~3月财务报表。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和租赁负债中的有息债务调整至长期债务；将其他流动负债中的（超）短期融资券调整至短期债务；将短期借款、一年内到期的非流动负债中的应付利息调整出短期债务；将长期借款和应付债券中的应付利息调整出长期债务。

2020年以来受业务扩张、煤炭和天然气价格下降等因素综合影响，公司盈利能力进一步提升；投资收益可为利润形成有效补充

2020年，公司营业总收入有所减少，但毛利率同比上升。细分来看，受用电需求增速放缓、电价及燃气价格降低影响，公司电力及燃气业务收入均同比有所减少。但同时，公司陆续整合煤炭、油品和航运物流资源并拓展市场，推动当期能源物流业务收入进一步增长。此外，公司啤酒业务运营较为稳定，收入规模持续增加。2020年，受终止供应链金融业务影响，公司产业服务业务收入规模大幅减少，导致营业总收入同比减少。毛利率方面，受益于煤炭价格的回落，公司电力业务盈利能力持续上升。能源物流业务主要为煤炭贸易，整体毛利率较低，2020年以来受同行业竞争，压缩利润空间，进口、金融等相关政策变化以及新冠肺炎疫情等因素综合影响，该板块毛利率持续下降。但当期低价气源占比的提升推动燃气业务毛利率同比上升。同时，受益于销售价格提升，啤酒业务毛利率保持增长。2021年一季度，新冠肺炎疫情的缓解带动下游需求提升，推动公司各板块业务收入均较上年同期有所增长，营业总收入较上年同期增加37.08%，营业毛利率较上年同期小幅上升0.24个百分点。但当期受购气成本上升的影响，燃气业务毛利率较上年同期有所下降。

表 12：近年来公司主要板块收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
电力业务	72.69	69.57	68.92	20.17
能源物流业务	145.11	177.30	201.82	53.88
燃气业务	38.36	43.05	40.68	14.50
啤酒业务	38.65	40.80	41.35	7.23
产业服务业务	52.31	63.94	26.45	4.65
其他业务	10.32	20.23	13.47	2.09
营业总收入	357.44	414.90	392.69	102.51
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
电力业务	14.02	19.50	21.10	13.81
能源物流业务	2.87	2.25	1.90	1.41
燃气业务	25.12	19.34	22.59	9.40
啤酒业务	38.99	45.80	49.97	45.24
产业服务业务	1.36	0.69	0.40	10.17
其他业务	58.29	51.81	51.00	46.73
营业毛利率	12.36	13.15	13.91	9.27

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020年，随着业务规模扩大，公司管理费用（含研发费用）有所增长。但同时受益于融资成本的下降，公司财务费用同比减少，加之人工成本下降使得销售费用同比减少，当期公司期间费用有所下降。受收入规模减少影响，公司期间费用率整体维持稳定。2021年一季度，公司财务费用有所减少，但受管理费用增长影响，期间费用同比增加。当期受益于收入规模增长，期间费用率有所下降。

2020年受益于煤炭和天然气等物资采购价格的下降，公司经营性业务利润进一步增加。公司投资收益主要为持有越秀金控和华融证券股份有限公司等公司股权在权益法核算下确认的投资收益以及持有白云山等上市公司股权所得的分红及减持收益。2020年，公司主要参股企业净利润保持增长。此外，当期越秀金控处置广州证券股权产生32.64亿元非经常性收益，使得公司投资收益大幅增长。2020年公司获得发电权补助1.96亿元，使得营业外损益保持一定规模。2021年一季度，受益于新冠肺炎疫情对于公司业务开展的影响得到缓解，经营性业务利润同比扭亏。但受投资收益减少的影响，公司利润总额较上年同期大幅减少。

2020年，受益于盈利能力的提升，公司EBIT、

⁶ 因公司业务发展和整体审计工作需要，经董事会批准，2020年公司

更换审计机构。

EBITDA和总资产收益率均同比增长。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（合并口径）（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	38.05	42.23	40.04	8.73
期间费用率(%)	10.64	10.18	10.20	8.52
经营性业务利润	3.68	8.99	11.28	0.07
资产减值损失	4.81	2.93	7.21	-0.003
投资收益	4.61	10.30	19.46	1.52
营业外损益	3.02	2.31	2.21	0.78
资产处置收益	4.74	-0.03	4.44	-0.01
利润总额	11.27	19.02	30.53	2.46
净利润	7.59	15.43	24.52	1.63
EBIT	25.66	33.56	43.05	--
EBITDA	40.07	48.92	59.82	--
总资产收益率(%)	3.58	4.39	5.35	--

注：资产减值损失包含信用减值损失；由于缺乏相关数据，2021 年一季度部分指标无法计算。

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，受益于债务规模的减少，公司本部期间费用同比减少。公司作为广州市国资委资产管理平台，母公司营业收入规模较小，利润贡献主要来自于投资收益。受益于投资收益的大幅增加，2020 年母公司净利润大幅增长。公司本部净利润对子公司依赖程度较高，2020 年广州发展和珠江啤酒净利润分别为 10.92 亿元和 5.86 亿元，分别占公司合并口径净利润的 44.54%和 23.88%。2021 年一季度，公司母公司利润总额为负。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（母公司口径）（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	8.02	8.11	7.13	1.71
经营性业务利润	-8.04	-8.14	-7.18	-1.71
投资收益	5.93	10.22	19.41	1.62
利润总额	-2.11	2.10	12.24	-0.09
净利润	-2.11	2.41	12.94	-0.09
总资产收益率(%)	1.92	3.35	6.12	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来，随着项目建设及对外投资的推进，总资产及总债务规模均进一步增加，但债务结构及财务杠杆仍处于合理水平

2020 年以来，随着公司在建、拟建项目以及兼

并收购的逐步推进，公司资产规模进一步增加。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。2020 年以来，公司新能源发电工程以及燃气管道工程投入不断增加，使得固定资产及在建工程合计规模不断增长。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，其中受市场环境变化和出售部分股权等因素影响，2020 年以来公司可供出售金融资产有所减少。但同时受益于合、联营企业盈利能力的提升，长期股权投资整体呈增长态势。流动资产方面，公司货币资金保持较大规模，2020 年珠江啤酒将定期存款列为货币资金，使得期末货币资金有所增长。2021 年一季度，受发行超短融资券的影响，公司货币资金进一步增加。截至 2020 年末，受限货币资金为 7.68 亿元，主要为保证金等。

2020 年以来，随着项目建设以及对外投资的推进，公司资金需求有所增加，总债务规模持续增长。同时，受将于一年内到期的长期债务规模增长以及发行超短期融资券影响，公司短期债务占比有所上升。但债务仍以长期债务为主，符合公司项目投资周期较长的特点，债务结构较为合理。此外，随着未分配利润的不断累积以及资本公积的增加⁷，公司所有者权益整体呈增长趋势，但受债务规模增加的影响，公司财务杠杆呈小幅波动态势。

表 15：近年来公司资产、债务结构及资本实力情况（合并口径）（亿元、%、X）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	102.48	114.39	125.06	138.43
存货	24.46	30.30	46.72	50.12
流动资产	207.90	209.36	230.27	257.01
固定资产	195.96	203.00	213.80	243.83
在建工程	10.44	22.06	20.01	16.83
无形资产	15.49	47.44	32.44	32.48
长期股权投资	117.47	116.82	122.37	123.17
可供出售金融资产	119.22	138.41	130.86	125.65
非流动资产	508.39	582.46	586.58	625.57

⁷ 2019 年，公司全资子公司广州科技金融集团有限公司接受无偿划入广州市科学技术交流馆资产和负债增加资本公积 0.39 亿元；子公司珠江股份因政策性搬迁拆迁补偿结转增资本公积，公司按股比分享金额 0.38 亿元。

2020 年，公司子公司广州发展集团股份有限公司收购附属子公司广州

东方电力有限公司 25%股权而增加资本溢价，公司按股比分享金额 0.98 亿元；公司和全资子公司广州珠江啤酒集团有限公司处置对子公司广州珠江啤酒股份有限公司 1.87%的股权，不丧失控制权而增加资本溢价 2.20 亿元；

资产总额	716.28	791.82	816.85	882.57
短期债务	150.84	111.20	127.69	153.32
长期债务	171.54	225.80	212.15	249.09
短期债务/长期债务	0.88	0.49	0.60	0.62
总债务	322.37	337.00	339.84	402.42
资本公积	54.49	58.64	65.10	65.20
未分配利润	46.04	58.26	71.71	71.31
少数股东权益	129.69	136.47	140.03	142.66
所有者权益	312.11	342.37	362.94	360.43
总资本化比率	50.81	49.60	48.36	52.75

注：可供出售金融资产包含其他权益工具投资和其他非流动金融资产。
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

母公司口径方面，2020年以来随着公司控股及参股公司业务规模的增长，母公司总资产进一步增加。同时，长期股权投资规模保持增长，但可供出售金融资产规模受出售所持股权等因素影响有所减少。母公司流动资产主要为货币资金，2021年以来，超短期融资券的发行推动货币资金规模大幅增长。一季度，受股票市值波动影响，期末其他综合收益大幅减少。但未分配利润的积累以及资本公积增加推动公司2020年末所有者权益规模同比增加，但受其他综合收益减少及分红的影响，2021年3月末所有者权益规模有所减少。公司本部债务规模整体保持增长态势，且短期债务占比较高，考虑到本部的造血能力较弱，其面临一定的债务压力。

表 16：近年来公司资产及债务情况（母公司口径）
(亿元、%、X)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.27	8.40	4.20	19.44
流动资产	4.28	10.18	9.46	19.47
可供出售金融资产	80.07	85.73	75.71	67.82
长期股权投资	182.40	195.62	202.64	203.90
非流动资产	276.63	295.50	302.63	302.24
总资产	280.91	305.68	312.10	321.70
短期债务	69.65	74.18	91.98	92.11
长期债务	93.27	97.40	77.23	96.14
短期债务/长期债务	0.75	0.76	1.19	0.96
总债务	162.93	171.58	169.22	188.25
资本公积	45.72	54.28	57.29	57.74
其他综合收益	-7.89	-2.42	-6.68	-12.67
未分配利润	6.71	7.35	16.85	15.73
所有者权益	113.69	128.60	138.14	131.47
总资本化比率	58.90	57.16	55.05	58.88

注：可供出售金融资产包含其他权益工具投资和其他非流动金融资产。
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；但公司本部面临一定偿债压力

公司主营业务较为稳定，经营获现能力整体保持很强水平。2020年，受广州发展碧辟油品有限公司上年末预收下游货款较多以及财务公司吸收非合并范围成员单位的存款减少等因素影响，公司经营净现金流同比有所减少。当期理财到期回收的现金同比有所减少，加之对外投资持续推进，投资活动现金净流出规模进一步增加。同时，债务到期规模同比下降使得当期筹资活动现金净流出规模有所减少。2021年一季度，公司经营净现金流保持净流出态势，加之当期投资活动现金净流出规模较大，对外融资需求大幅提升。

从偿债指标来看，2020年经营净现金流有所减少，其对债务本息的覆盖能力随之下降。但受益于盈利能力的提升，公司EBITDA对债务本息的覆盖能力同比提升，且均处于较好水平。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（合并口径）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流（亿元）	19.22	46.12	31.80	-2.35
投资活动净现金流（亿元）	6.92	-32.85	-56.31	-30.05
筹资活动净现金流（亿元）	-4.65	-15.66	-7.82	47.35
经调整后的经营活动净现金流/总债务（%）	0.36	8.31	3.96	-5.04*
经营活动净现金流/总债务（X）	0.06	0.14	0.09	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.32	3.13	2.45	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.74	3.32	4.60	--
总债务/EBITDA（X）	8.05	6.89	5.68	--

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，母公司经营净现金流呈持续净流出态势，对本部债务本息覆盖能力不足。2020年，受融资规模减少影响，公司筹资活动现金净流出规模大幅增加。受益于对外投资企业盈利能力的提升，2020年母公司投资活动现金净流入规模小幅增加。

表 18：近年来公司现金流及偿债指标情况（母公司口径）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流（亿元）	-5.53	-0.44	-0.88	-0.46
投资活动净现金流（亿元）	6.43	6.71	7.05	1.61
筹资活动净现金流（亿元）	-4.81	-0.13	-10.38	14.09

经调整后的经营活动净现金流/总债务 (%)	-8.61	-5.28	-6.10	-4.56*
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.03	-0.003	-0.01	-0.01*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.73	-0.06	-0.13	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	0.72	1.27	2.84	--
总债务/EBITDA (X)	29.58	17.47	8.94	--

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融资渠道为偿债能力提供了保障；对外担保和受限资产占比均较低；关注子公司短期借款逾期情况

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 13.51 亿元，占期末总资产的 1.53%，规模较小。

表 19：截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

受限资产科目	受限规模	受限原因
货币资金	7.15	各类保证金及专户资金、存放中央银行款项、司法冻结等
应收账款	2.47	质押资产
长期应收款	2.74	质押资产
固定资产	1.05	抵押资产
投资性房地产	0.11	抵押资产
合计	13.51	--

资料来源：公司提供

对外担保方面，截至 2021 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 2021 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 960.29 亿元，其中未使用额度 806.04 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2021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

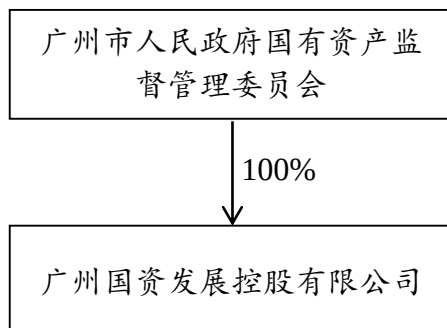
公司作为广州市国资委的全资子公司，在资源整合、土地收储、资本运作等方面得到有力支持

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有力支持，近年来广州市国资委陆续将广州市优质资产划转至公司。此外，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

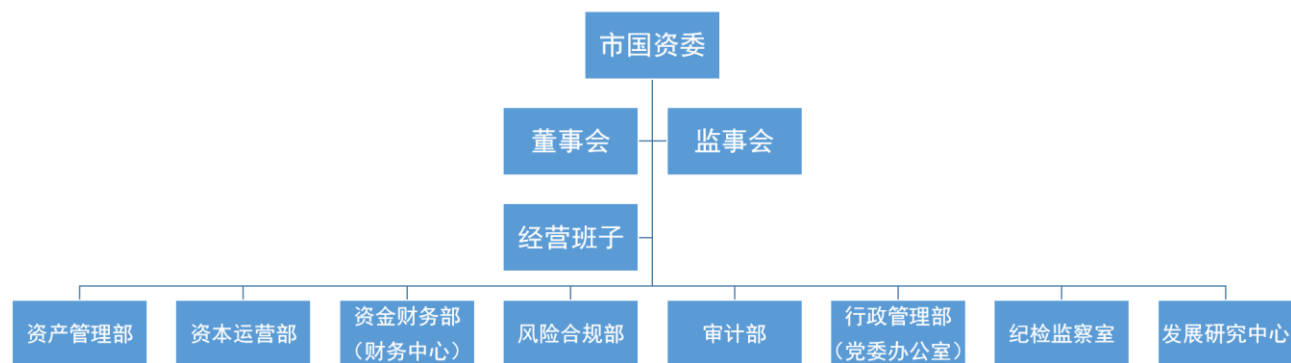
综上所述，中诚信国际维持广州国资发展控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 穗发 01”、“17 穗发 01”和“18 穗发 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2021 年 3 月末）



二级子公司名称	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	二级子公司名称	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)
广州发展投资管理有限公司	100	--	广州市国际工程咨询有限公司	100	--
广州发展建设投资有限公司	100	--	广州国有资产管理集团有限公司	100	--
广州国发新联投资有限公司	60	--	广州科技金融集团有限公司	100	--
广州国发私募证券投资基金管理有限公司	100	--	广州交易所集团有限公司	100	--
广州国发资本管理有限公司	100	--	广州金融发展服务中心有限公司	100	--
广州广能投资有限公司	100	--	广州发展集团股份有限公司	63	--
广州珠江啤酒集团有限公司	100	--	广州珠江啤酒股份有限公司	22	32

注：上表中为截至 2021 年 3 月末公司纳入合并范围的二级子公司情况。



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,024,832.58	1,143,865.41	1,250,584.99	1,384,296.32
应收账款净额	171,254.56	259,792.24	254,444.23	280,632.57
其他应收款	43,563.03	35,502.60	42,187.64	50,021.96
存货净额	244,609.22	302,980.53	467,218.75	501,153.81
长期投资	2,366,931.90	2,552,402.38	2,532,299.23	2,673,105.25
固定资产	1,959,625.37	2,030,037.59	2,137,998.32	2,438,259.01
在建工程	104,398.65	220,644.52	200,127.35	168,289.05
无形资产	154,864.02	474,429.48	324,429.76	324,799.67
总资产	7,162,819.59	7,918,196.40	8,168,473.22	8,825,736.63
其他应付款	171,014.88	179,000.47	153,663.48	140,519.60
短期债务	1,508,365.62	1,112,002.32	1,276,936.70	1,533,224.27
长期债务	1,715,356.88	2,257,966.35	2,121,466.10	2,490,939.53
总债务	3,223,722.51	3,369,968.67	3,398,402.80	4,024,163.80
净债务	2,198,889.93	2,226,103.26	2,147,817.81	2,639,867.47
总负债	4,041,676.03	4,494,476.00	4,539,105.07	5,221,462.40
费用化利息支出	143,942.36	145,440.85	125,216.68	--
资本化利息支出	2,201.77	1,835.39	4,694.58	--
所有者权益合计	3,121,143.57	3,423,720.40	3,629,368.14	3,604,274.23
营业总收入	3,574,440.90	4,148,991.34	3,926,853.74	1,025,123.39
经营性业务利润	36,754.83	89,933.51	112,843.13	729.05
投资收益	46,095.49	103,013.55	194,577.25	15,201.88
净利润	75,910.51	154,297.71	245,233.97	16,281.93
EBIT	256,594.99	335,612.78	430,470.61	--
EBITDA	400,652.52	489,155.82	598,181.66	--
经营活动产生现金净流量	192,243.24	461,177.12	317,982.89	-23,458.67
投资活动产生现金净流量	69,245.45	-328,533.53	-563,077.52	-300,517.31
筹资活动产生现金净流量	-46,527.81	-156,588.25	-78,219.76	473,468.75
资本支出	122,459.92	473,359.72	333,124.71	48,891.04
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	12.36	13.15	13.91	9.27
期间费用率(%)	10.64	10.18	10.20	8.52
EBITDA 利润率(%)	11.21	11.79	15.23	--
总资产收益率(%)	3.58	4.39	5.35	--
净资产收益率(%)	2.41	4.68	6.95	1.80*
流动比率(X)	0.98	1.08	1.06	1.05
速动比率(X)	0.87	0.93	0.84	0.85
存货周转率(X)	12.58	13.10	8.76	7.67*
应收账款周转率(X)	23.51	19.14	15.25	15.31*
资产负债率(%)	56.43	56.76	55.57	59.16
总资本化比率(%)	50.81	49.60	48.36	52.75
短期债务/总债务(%)	46.79	33.00	37.57	38.10
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.14	0.09	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.13	0.41	0.25	-0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.32	3.13	2.45	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.36	8.31	3.96	-5.04*
总债务/EBITDA(X)	8.05	6.89	5.68	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.44	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.74	3.32	4.60	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.76	2.28	3.31	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 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和租赁负债中的有息债务调整至长期债务；将其他流动负债中的（超）短期融资券调整至短期债务；将短期借款、一年内到期的非流动负债中的应付利息调整出短期债务；将长期借款和应付债券中的应付利息调整出长期债务。3、标“*”数据为年化指标；4、由于缺乏相关数据，2021 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	22,659.53	84,024.58	41,997.68	194,443.73
应收账款净额	--	--	--	--
其他应收款	218.89	209.03	210.51	3.49
存货净额	--	--	--	--
长期投资	2,624,702.92	2,813,540.72	2,783,542.05	2,902,080.04
固定资产	112.01	91.18	73.52	73.52
在建工程	--	--	--	--
无形资产	65.35	79.85	68.19	73.82
总资产	2,809,088.48	3,056,767.11	3,120,958.73	3,217,048.28
其他应付款	27,251.04	24,704.95	20,170.71	778.76
短期债务	696,537.14	741,803.18	919,838.14	921,095.37
长期债务	932,737.55	973,962.76	772,313.68	961,428.01
总债务	1,629,274.69	1,715,765.94	1,692,151.82	1,882,523.38
净债务	1,606,615.16	1,631,741.36	1,650,154.15	1,688,079.65
总负债	1,672,217.57	1,770,766.43	1,739,534.54	1,902,344.59
费用化利息支出	75,990.42	77,039.58	66,555.05	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	1,136,870.91	1,286,000.68	1,381,424.19	1,314,703.69
营业总收入	0.00	0.00	575.76	9.43
经营性业务利润	-80,352.26	-81,375.75	-71,807.65	-17,063.28
投资收益	59,344.29	102,166.91	194,111.38	16,181.18
净利润	-21,102.43	24,062.12	129,385.55	-873.38
EBIT	54,888.00	97,998.40	188,977.76	--
EBITDA	55,088.37	98,207.40	189,217.67	--
经营活动产生现金净流量	-55,334.68	-4,440.49	-8,772.06	-4,616.47
投资活动产生现金净流量	64,319.66	67,079.46	70,545.44	16,138.68
筹资活动产生现金净流量	-48,077.64	-1,273.92	-103,800.28	140,923.84
资本支出	110.63	16.25	100,025.71	5.63
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	--	--	61.76	89.50
期间费用率(%)	--	--	12,391.34	180,840.73
EBITDA 利润率(%)	--	--	32,863.79	--
总资产收益率(%)	1.92	3.35	6.12	--
净资产收益率(%)	-1.82	1.99	9.70	-0.26*
流动比率(X)	0.06	0.13	0.10	0.21
速动比率(X)	0.06	0.13	0.10	0.21
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	59.53	57.93	55.74	59.13
总资本化比率(%)	58.90	57.16	55.05	58.88
短期债务/总债务(%)	42.75	43.23	54.36	48.93
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	-0.003	-0.01	-0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.08	-0.01	-0.01	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.73	-0.06	-0.13	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-8.61	-5.28	-6.10	-4.56*
总债务/EBITDA(X)	29.58	17.47	8.94	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.13	0.21	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	1.27	2.84	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.72	1.27	2.84	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、为计算有息债务，中诚信国际将公司母公司口径的长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、标“*”数据为年化指标；4、由于缺乏相关数据，2021 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	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/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
	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/交易性金融负债+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+租赁负债+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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	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/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
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
	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-税金及附加-期间费用+其他收益
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利） =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
	FCF =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
偿债能力	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）
	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

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：信用等级的符号及定义

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。