

广州发展集团股份有限公司公司债 2022 年度跟踪 评级报告

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

刘音乐 yyliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 20 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 0284 号

广州发展集团股份有限公司：

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“21 穗发 01”和“21 穗发 02”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

二零二二年五月二十日

评级观点：中诚信国际维持广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 穗发 01”和“21 穗发 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了 2021 年以来公司核心产业协同发展、逐步提升的装机规模、不断优化的电源结构、进一步扩大的权益规模以及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，中诚信国际关注到电力体制改革、燃料价格波动以及债务规模上升较快等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

广州发展（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	423.85	434.01	581.30	586.40
所有者权益合计（亿元）	205.30	210.52	261.34	263.28
总负债（亿元）	218.56	223.48	319.95	323.11
总债务（亿元）	149.03	152.27	244.03	239.32
营业总收入（亿元）	296.43	317.10	379.65	83.68
净利润（亿元）	9.61	10.92	-0.72	2.20
EBIT（亿元）	17.97	18.96	4.72	--
EBITDA（亿元）	29.78	31.95	19.69	--
经营活动净现金流（亿元）	36.36	22.84	20.19	-4.16
营业毛利率(%)	9.71	9.50	4.12	8.07
总资产收益率(%)	4.45	4.42	0.93	--
资产负债率(%)	51.56	51.49	55.04	55.10
总资本化比率(%)	42.06	41.97	48.29	47.61
总债务/EBITDA(X)	5.00	4.77	12.40	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.55	5.36	2.37	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **核心产业协同发展。**经过多年发展，目前公司已形成了电力、新能源、天然气、能源物流、能源金融等业务协同发展的综合清洁能源产业体系，建立资源集中、优势互补、产融结合的竞争优势。跟踪期内，整体业务协同发展格局不断完善，保持了极强的竞争及抗风险能力。

■ **电力装机规模持续增长，电源结构进一步优化。**跟踪期内，公司火电装机规模维持稳定，新能源项目自建和收购并重，推动公司总装机规模持续增长，电源结构进一步优化。

■ **权益规模进一步扩大。**2021 年 12 月，公司非公开发行股票募集资金 52.59 亿元，推动权益规模大幅增加，资本实力有所增强。

■ **未使用授信额度充足，融资渠道畅通。**截至 2021 年末，公司未使用授信额度充足，且公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关 注

■ **电力体制改革和燃料价格波动。**2021 年以来，随着电改的不断深化，公司市场化交易量进一步上升，风电及光伏上网电价有所下降，而火电上网电价有所提升；同时，煤炭及天然气价格持续高位运行亦在不断挤压公司电力及燃气板块的盈利空间，2021 年公司呈亏损状态。

■ **债务规模上升较快。**跟踪期内，随着投资需求增加，公司债务规模快速攀升，但其财务杠杆仍保持同行业内较优水平。目前公司在建、拟建项目投资规模较大，未来项目建设及收、并购的推进或将导致债务规模继续增长，进而使得财务杠杆持续上升。

评级展望

中诚信国际认为，广州发展集团股份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；债务规模和杠杆水平快速大幅提升，短期偿债压力加大。

同行业比较

2021 年（末）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	184.60*	592.16	62.85	170.70	8.76	0.19
新天绿色	567.39	719.18	66.96	159.85	29.72	27.12
广州发展	581.86	581.30	55.04	379.65	4.12	-0.72

注：“天津能源”为“天津能源投资集团有限公司”简称，由于其公开资料中未披露最新控股装机容量数据，上表为 2020 年末天津能源控股装机容量数据；“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
21 穗发 01	AAA	AAA	2021/04/29	15.00	15.00	2021/05/13~2026/05/13 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回
21 穗发 02	AAA	AAA	2021/06/18	10.00	10.00	2021/06/28~2026/06/28 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回

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

截至本报告出具日，公司债券募集资金使用情况如下：

表 1：公司债募集资金使用情况（亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	资金用途	用途是否变更
21 穗发 01	15.00	15.00	偿还公司有息债务	否
21 穗发 02	10.00	10.00	偿还公司有息债务	否

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，

CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在

力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021 年火电装机保持低速增长，但利用效率有所回升；受宏观经济波动、燃煤电价高位运行、清洁能源替代等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍面临下行压力；燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业经营困难起到缓解作用

2021 年来，国家相继发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》和《“十四五”能源体系规划》等文件，从顶层设计煤电发展规划，要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并在“十四五”期间有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年在国内经济运行稳步复苏、出口替代需求上升和上年低基数等因素综合影响下，我国全社会用电量及其增速同比大幅增长，加之来水偏枯等因素，当年全国 6,000 千瓦及以上火电厂发电设备

平均利用小时数为 4,448 小时，同比增加 237 小时全口径煤电发电量 5.03 万亿千瓦时，同比增长 8.6%，占全口径总发电量的比重为 60.0%，同比降低 0.7 个百分点，煤电发电量占比继续保持下降趋势。同时，新能源机组目前仍保持较高增速，且 2021 年新增的 1.3 亿千瓦非火电机组运营效率将在 2022 年显现，加之“碳达峰、碳中和”政策的加持，总体来看火电机组利用效率未来将受到进一步挤压，其机组利用小时数整体或将呈下降态势。

煤炭价格方面，受环保相关政策影响导致大量弹性产能无法释放、国际煤炭等能源大宗商品价格持续上涨以及国内煤电需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，屡创历史新高。为应对煤价上涨，相关部门出台了一系列煤炭保供政策，包括推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能、积极协调煤源、保障煤炭快速外运及将煤炭中长期合同履约纳入监管等，随着保供政策逐步落地，煤炭产量增加且价格有所回稳。此外，根据国家发改委于 2022 年 2 月 24 日发布的《国家发展改革委关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨，以及过度下跌时，其将按相关规定和程序及时启动价格干预以及其他适当措施，引导煤炭价格回归合理区间，还鼓励燃煤发电企业在电力中长期交易中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导，此政策自 2022 年 5 月 1 日起执行，且进口煤价格不适用此规定。**值的关注的是**，以秦皇岛港下水煤价格区间来看，此次区间价格已较之前 535 元/吨的标准有较大幅度提升，但相较目前高企的煤炭价格，仍一定程度缓解了燃煤发电企业困难。**中诚信国际认为**，国家对煤炭中长期履约记录的严厉监管或将有助于全国煤炭供应量的提升和促进煤炭价格回归合理区间，后续合同履约情况以及煤炭整体供需形势对煤电企业的影响仍有待持续关注。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归

理性而整体有所提升。2021 年以来，煤炭价格大幅上升加之经营压力不能及时向下游传导，导致火电企业发电意愿不强，亏损面明显扩大，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此，国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》(发改价格〔2021〕1439 号)(简称“通知”)，决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制，电力现货价格不受上述幅度限制。值得关注的是，虽然 2021 年大部分地区的燃煤发电交易电价已实现上浮，但目前个别地区仍未明确 2022 年的电价上浮政策，后续仍有待关注政策落地情况对燃煤发电企业的影响。

中诚信国际认为，未来火电装机占全国电源结构比重以及机组利用效率或将随“碳达峰、碳中和”政策的大力推进而呈下降态势，但仍将维持主力电源地位。未来随着燃煤电价改革及煤炭保供措施的落地，煤电企业盈利能力有望得到改善。

2021 年以来，天然气在国内能源消费结构中占比持续提升且需求保持快速增长，管网和储气设施建设稳步推进；受用气需求增加影响，国内天然气产量及国际天然气进口量均大幅增长，且进口天然气价格大幅攀升

天然气是清洁低碳的化石能源，近年来，在工业用气、城镇消费、电厂燃料等旺盛需求下，我国天然气消费量保持快速增长。2021 年，在经济复苏以及加快绿色能源转型的背景下我国天然气消费量达 3,726 亿立方米，同比增长 12.7%，其中城市燃气和工业用气仍占有较大比重，分别为 38%和 36%，电用气占比 18%，化工用气占比 8%。价格方面，2021 年前三季度，受疫情好转，复工复产推动天然气消费等因素影响，国内天然气价格一路上升，直至 12 月初，国内气价开始有所回落。

国产气源方面，近年来，国内“增储上产七年

行动计划”持续推进，全国天然气产量快速增长，新增探明地质储量保持高峰水平。2021 年，全国天然气产量达 2,053 亿立方米，比上年增长 8.2%，比 2019 年增长 18.8%，两年平均增长 9.0%。进口气源方面，2021 年受经济复苏、电力供应偏紧、燃气发电调峰需求加大、煤改气、碳达峰政策等的影响，我国天然气进口量大幅增加，2021 年我国天然气进口量为 12,135.6 万吨，与上年同期相比增长 19.9%，其中 LNG 进口量为 7,893 万吨，管道气进口量为 4,243 万吨。2021 年以来，受全球能源紧张和天然气库存不足影响，进口天然气价格涨幅明显，2021 年我国天然气进口均价为 459.9 万美元/万吨，较上年增长 39.74%。

国内天然气配套基础设施建设方面，近年来，西气东输三线、陕京四线、中俄东线(北段、中段)、中靖联络线、青宁线、天津深圳地区 LNG 外输管道等干线管道相继投产，“十三五”时期累计建成成长输管道 4.6 万千米，全国天然气管道总里程达到约 11 万千米。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，“十四五”期间，我国将加快建设天然气主干管道，完善油气互联互通网络；将提高油气储运能力，新建中俄东线境内段、川气东送二线等油气管道，建设石油储备重大工程，加快中原文 23、辽河储气库群等地下储气库建设。未来随着上述规划的持续推进，我国天然气输送能力和供给能力有望进一步提升。

2021 年以来，广东省继续保持了强大的区位优势，可对公司业务发展提供有力支撑

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。2021 年，广东省 GDP 同比增长 8.0%至 124,369.67 亿元，期间全社会用电量 7,866.63 亿千瓦时，同比增长 13.6%。其中，工业用电量同比增长 12%，强大的区位优势对公司业务发展提供有力支撑。同期广州市 GDP 同比增长 8.1%至 28,231.97 亿元。2022 年一季度，

广东省及广州市经济运行总体平稳，地区生产总值同比分别增长 3.3%和 4.0%。

市场化交易方面，2021 年，广东电力市场累计交易电量 2,951.7 亿千瓦时，同比增长 18%。截至 2021 年底，共有 36,838 家市场主体进入市场目录。根据广东电力交易中心数据，2021 年度全省双边协商交易电量 2,150.3 亿千瓦时，同比增长 1.9%，平均价差-53.6 厘/千瓦时。

此外，根据统计公报数据，截至 2021 年末广州市常住人口和户籍人口分别为 1,881.06 万人和 1,011.53 万人，继续保持增长态势，为公司天然气业务的发展亦奠定了良好基础。

跟踪期内，公司非公开发行股票使得权益规模大幅增加；法人治理结构完善，安全管理和财务管理等制度较为健全

2021 年 12 月，公司非公开发行股票募集资金 52.59 亿元，权益规模大幅增加。截至 2022 年 3 月末，广州产业投资控股集团有限公司持股 56.97%股份，为公司控股股东，广东省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”）为公司实际控制人。公司上市以来，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》以及中国证监会有关法律法规要求，结合实际情况，不断优化治理结构，加强制度建设，健全内控体系，相关制度较为健全。

受益于新能源装机的增加，跟踪期内公司装机规模持续提升，电源结构进一步优化；但仍需关注煤炭价格波动及新能源补贴滞后对公司电力业务运营的影响

公司电源结构以火电为主，2021 年以来火电装机规模保持稳定。同时，受益于对广东润电新能源有限公司（以下简称“润电能源”）等公司收购的完成及部分新能源在建项目的转固投产，风电及光伏装机规模大幅增长，电源结构进一步优化。此外，

公司机组主要集中在珠三角用电负荷中心，旺盛的用电需求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	2019	2020	2021	2022.3
控股装机容量	481.33	500.15	581.86	585.22
其中：火电	394.88	403.45	403.45	403.45
风电	30.30	30.30	99.62	102.60
光伏	56.15	66.40	78.79	79.17
占比	2019	2020	2021	2022.3
控股装机容量	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其中：火电	82.04%	80.67%	69.34%	68.94%
风电	6.30%	6.06%	17.12%	17.53%
光伏	11.67%	13.28%	13.54%	13.53%

注：小数差异系四舍五入所致；公司火电机组包括煤电和天然气机组。
资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

2021 年，受益于经济持续稳健恢复，广东省全社会用电需求超预期高速增长，但在西电减送、天然气价格高企导致天然气发电机组欠发、省内可再生能源大幅增长导致调峰需求增加和煤价持续高位运行等因素综合影响下，公司仍承担着保供社会责任，燃煤机组运营效率同比大幅提升，进而推动火电发电量及上网电量等大幅增加。同期风电及光伏发电量、上网电量等指标则受益于装机规模提升而持续增长。供电煤耗¹有所上升主要系当期为了能源保供，公司煤电机组调峰增加所致。

2022 年 1~3 月，广东省全社会用电量增幅收窄，火电机组顶峰需求减弱，其运营效率有所下降，发电量及上网电量分别较上年同期减少 17.07%和 17.39%。同期，受益于新投运机组运营效率，风电发电量和售电量分别较上年同期增长 21.43%和 21.47%。但受光照等因素影响，光伏机组发电量和售电量分别较上年同期减少 12.21%和 12.87%。

市场化交易及电价方面，随着电力市场化改革的进一步深化，2021 年以来公司火电市场化交易规模持续增长，但市场化交易电量占总上网电量的比重先降后升。同时，火电上网电价受燃煤机组上网电价调整影响有所上升。新能源机组上网电价则受新投运机组电价水平等因素影响整体有所下降。

机检修频次、运行效率及当期燃煤品质均会对供电煤耗产生影响。

¹ 公司的标准煤耗指标中，将气电机组的能耗折算在内，一般情况下，气电机组的能耗指标低于同水平的煤电机组。煤电机组运营过程中，停

表 3：近年来公司控股机组运营情况

火电	2019	2020	2021	2022.1~3
发电量（亿千瓦时）	156.54	153.80	188.01	32.79
上网电量（亿千瓦时）	147.89	145.22	177.31	30.87
市场化交易电量（亿千瓦时）	108.11	127.00	143.18	30.71
平均机组利用小时数（小时）	3,964	3,887	4,660	813
平均上网电价（元/千瓦时）	0.4661	0.4403	0.4514	0.4643
标准煤耗（克/千瓦时）	308.20	303.93	306.43	311.87
风电	2019	2020	2021	2022.1~3
发电量（亿千瓦时）	6.09	7.51	19.88	6.80
售电量（亿千瓦时）	5.93	7.31	19.36	6.62
平均利用小时数（小时）	2,619	2,561	2,468	683
售电价（元/千瓦时）	0.5289	0.5804	0.5778	0.5767
光伏	2019	2020	2021	2022.1~3
发电量（亿千瓦时）	2.08	5.15	7.87	1.51
售电量（亿千瓦时）	2.06	5.09	7.80	1.49
平均利用小时数（小时）	1,060	1,072	1,159	191
售电价（元/千瓦时）*	0.8500	0.6472	0.6056	0.6137

注：公司火电机组包括煤电机组和气电机组；公司光伏电量部分自用，余电上网。

资料来源：公司提供

发电用煤方面，公司所属电厂的煤炭采购全部由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，其是广东省最大的市场煤供应商之一。2021 年以来大幅走高的煤价不断压缩公司的盈利空间，中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司火电机组运营的影响。

2021 年，公司收到 0.85 亿元新能源补贴款。截至 2021 年末，公司已有 41.17 万千瓦光伏机组和 72.25 万千瓦风电机组纳入国家补贴目录，尚未到位的新能源补贴款为 10.92 亿元，占当期末应收账款的 41.01%，对资金形成占用，中诚信国际将对其到位情况保持关注。

配售电业务主要由全资子公司广州发展电力销售有限责任公司（以下简称“电力销售公司”）负责。近年来，公司售电业务稳步推进，2019~2021 年签约代理总合约电量分别为 30.60 亿千瓦时、42.00

亿千瓦时和 54.00 亿千瓦时。

跟踪期内，受煤炭价格大幅上升、新冠肺炎疫情反复及油品下游炼采趋严等因素影响，公司煤炭及油品贸易规模均有所下降，但其业务收入和毛利率均有所提升；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，由广州发展能源物流集团有限公司（以下简称“能源物流集团”）负责。公司煤炭采购主要来自于国家能源投资集团有限责任公司、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，燃料公司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%权益，2021 年权益法下确认其投资收益 0.14 亿元。截至 2021 年末，同发东周窑的煤炭资源储量约为 15.57 亿吨，2021 年销售商品煤 487 万吨，全部供给燃料公司。

煤炭销售方面，2021 年以来，公司大力发展大中型终端客户，全面布局新的煤炭中转基地，华南、华北及西南市场分别同比增长 13%、19%及 80%。2021 年，受煤炭价格大幅上升导致下游需求减少影响，当期市场煤销售量同比减少 15.97%，但受益于原低价库存煤的消耗转化²，公司能源物流业务毛利率有所上升。公司煤炭销售价格主要采用成本加成的方式。2022 年一季度，受疫情及煤价高位运行影响，公司市场煤销售量同比减少 31.82%。

表 4：近年来公司市场煤炭销售情况（万吨）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售量	2,564	3,163	2,658	585

资料来源：公司年度报告及公告，中诚信国际整理

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“碧辟油品”）进行运营。其拥有的广州南沙油库（库容 67 万立方米）继续成为上海期货交易所燃料油制定交割油库（核定库容 4 万立方米）、郑州商品交易所甲

润有所提升主要受益于库存的消耗和转化，释放时间差所致。

² 公司能源物流业务中，煤炭占比较高，煤炭的经营模式需要提前备付存货，而终端客户一般不会刻意在煤价上涨时增加库存，其板块业务利

醇期货指定交割仓库和广东自贸区南沙片区保税油库。2021 年以来,由于租赁客户群体受疫情影响,其业务运作能力有所下降,加之下游炼采管理趋严,业务内油品类别需求有限,公司油库租赁量及成品油销售量均呈持续大幅下滑态势。中诚信国际将持续关注煤炭和油品价格波动等因素对公司能源物流业务盈利能力产生的影响。

表 5: 近年来公司油品运营情况

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
油库租赁量(万立方米)	618	701	582	113
成品油销售量(万吨)	101.00	148.86	46.94	2.13

资料来源:公司提供

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 8 万吨级石油化工专业码头,管理规范,安全可靠。自有码头为公司油库租赁、成品油销售业务以及煤炭销售业务提供了良好的运力保障。

跟踪期内受海外气源成本大幅上升影响,天然气销售总量有所减少,盈利能力大幅下降;中诚信国际将持续关注天然气价格波动对该板块盈利能力的影响

燃气业务主要通过全资子公司广州燃气集团有限公司(以下简称“燃气集团”)进行运营。公司高压管网基本覆盖广州市全区域,中低压管网基本覆盖广州市中心城区及南沙、增城、花都等周边区域,具有一定的区域垄断优势。公司不断完善高中压管网建设和布局,2021 年新增居民用户点火近 11 万户,非居民用户点火 1,570 户。截至 2022 年 3 月末,燃气管网长度已达 6,313.45 公里,居民用户约

210 万户。

气源方面,燃气集团天然气主要采购自中国石油天然气集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司和广东大鹏液化天然气有限公司等。同时,燃气集团也从海外采购部分燃气。目前,公司已获得大鹏接收站和珠海金湾接收站代加工权益以及深圳迭福 LNG 接收站使用权利,近年来气源供应较有保障。2021 年以来,为提前备付广州 LNG 应急调峰气源站储气库投入商运,公司积极拓展海外天然气气源,子公司广州发展天然气贸易有限公司(以下简称“天然气贸易公司”)分别于 2021 年 7 月与 BP SINGAPORE PTE. LTD. (新加坡私人有限公司,以下简称“BP 新加坡公司”)、2022 年 3 月与 SINOCHEN INTERNATIONAL OIL (SINGAPORE) PTE LTD (中化新加坡国际石油有限公司,以下简称“中化新加坡”)、2022 年 4 月与 MEXICO PACIFIC LNG MARKETS PTE LTD (墨西哥太平洋液化天然气市场销售私人有限公司,以下简称“MPL”)分别签订长期购气协议³,有效控制采购成本,形成多路长期稳定的气源供应。

2021 年以来,受益于下游用户用气量增加,公司管道燃气销售量保持增长。但同时,新冠肺炎疫情反复以及市场供需趋紧等因素导致海外气源价格持续上升,与国内终端售价形成明显倒挂,公司在满足保障供应的情况下,减少海外气源的采购及销售,LNG 销售量持续大幅减少,进而使得天然气销售总量有所减少。公司天然气销售价格由广州市发展和改革委员会(以下简称“广州发改委”)统一定价。2021 年以来,为推进管道天然气的利用及惠企纾困,广州发改委阶段性下调天然气终端售价⁴,

³ 本次公司与 BP 新加坡公司签订的购气合同量为 65 万吨/年,履行期限为 2022 年~2034 年,合同价格采用与国际原有价格指数挂钩的公式;中化新加坡为中国中化控股有限公司海外子公司,本次购气合同量为 40 万吨/年,履行期限为 2023 年~2032 年,合同价格采用与美国亨利港天然气价格指数挂钩的公式;本次公司与 MPL 签订的购气合同量为 200 万吨/年,自天然气贸易公司自项目商业运行日起,满 20 年止,合同价格采用与美国天然气价格指数挂钩的公式。

⁴ 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有关问题的通知》(穗发改〔2020〕85 号),为深化能源供给侧结构性改革,进一步优化营商环境,加快推进广州市管道天然气利用的举措,决定调整广州市管道天然气有关非居民配气价格。广州市管道天然气配气价格不得高于《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)明确的基准价格,具体为高压配气价格 0.19 元/立方米,中低压配气价格 0.81 元/立方米,不得上浮,下浮不限。具体标准由供需双方协商确定。无论多少层管网输送,广州市管网天然气配气价格总和均不得超过 1 元/立方米。本次管道天然气配气价格调整自 2020 年 9 月 1 日起施行。

根据《广州市发展改革委关于阶段性降低非居民管道燃气销售价格的通知》(穗发改〔2021〕70 号),为贯彻落实市委、市政府有关应对新冠肺炎疫情影响,采取有力措施惠企纾困的决策部署,助力广州市企业渡过难关、有序复工复产,决定阶段性降低广州市非居民管道燃气销售价格。2021 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间,广州市非居民管道天然气销售价格按现行标准的 90% 执行,即 3.11 元/立方米。上述价格为最高限价,不得上浮,下浮不限。下浮具体标准由供需双方协商确定。

加之采购价格的上升对该业务盈利能力形成挤压。值得注意的是，自 2022 年 4 月 15 日起，广州市将启动非居民管道燃气实施气源与销售价格上下游联动机制⁵，或将一定程度上缓解公司的成本压力，中诚信国际将对未来燃气价格的调整保持关注。

表 6：近年来公司燃气销售情况（亿立方米）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
天然气销售总量	15.90	24.89	20.73	3.88
其中：管道燃气销售量	12.66	14.04	14.79	3.84
LNG 销售量	3.25	10.85	5.94	0.04

资料来源：公司提供

随着在建、拟建项目的不断推进，公司电力及天然气供应能力等将进一步增强；但较大的投资规模或将对公司的融资及资金平衡能力形成一定挑战

“十四五”期间，公司将把握粤港澳大湾区发展的机遇，坚持改革创新，着力推动能源高质量发展，做强做优做大绿色能源产业，为粤港澳大湾区和广州市提供清洁、低碳、安全、高效的能源保障，建设成为国内领先的绿色低碳综合智慧能源企业集团。公司将打造绿色低碳综合智慧能源产业链，成为保障国民经济和改善民生的重要支撑；提升企业效益和竞争力，成为放大国有资本功能的重要平台。另外，公司将推动产业布局从清洁能源为主向

绿色低碳综合智慧能源为主转变；推动发展模式从产业运营型为主向产业和资本联合互动型转变；推动业务模式从生产、贸易型为主向生产、贸易、创新和综合服务复合型转变。

目前公司投资项目主要集中于电力和天然气项目。其中，广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目已被列入广东省重点建设项目，规划建设 2 台 60 万千瓦级燃气-蒸汽联合循环发电机组，采用低 NO_x 燃烧技术，将建设成为粤港澳大湾区首个“去工业化”大型工业示范项目，打造区域能源产业新标杆，同时将有效缓解广州电网尤其是广州中南部和南部区供电压力，可进一步拉动广州南沙区域社会经济快速发展。另外，广州 LNG 应急调峰气源站项目规划建设一座可靠泊 14.7 万立方米 LNG 船舶的专用码头及 LNG 储罐，其中首期建设两座 16 万立方米 LNG 储罐。项目建成后，可从根本上解决广州市没有独立自主的应急调峰储气设施，供气保障能力不足的问题。未来随着项目的建成投产，公司运营能力将进一步提升。截至 2022 年 3 月末，公司在建、拟建项目预计总投资 169.06 亿元，其中在建项目尚需投入 88.88 亿元，未来较大的投资规模或将对公司的融资及资金平衡能力形成一定挑战。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司在建拟建项目情况（万千瓦、亿元）

在建项目名称	装机规模	预计总投资	已投资	2022 年计划投资	项目建设期	持股比例	资金来源
广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目	120	34.41	8.48	5.50	2021-2023	72%	自有资金和银行借款等
广州发展从化明珠生物医药健康产业园天然气分布式能源站	8	6.91	2.53	2.00	2020-2023	100%	募集资金、自有资金和银行借款等
广州市天然气利用工程四期工程	--	44.20	29.06	3.50	2014-2023	100%	募集资金
广州 LNG 应急调峰气源站项目储气库工程	--	28.26	10.52	1.10	2019-2023	100%	募集资金、自有资金和银行借款等
广州 LNG 应急调峰气源站项目配套码头工程	--	15.52	0.71	1.30	2019-2023	100%	自有资金
台山渔业光伏产业园三期项目	30	13.61	2.73	8.68	2020-2023	100%	自有资金及贷款

根据《广州市发展改革委关于调整阶段性降低非居民管道燃气销售价格执行时间的通知》（穗发改价批〔2021〕88 号），受全球天然气供需紧张，气源价格暴涨影响，为做好今冬明春天然气保供工作，《广州市发展改革委关于阶段性降低非居民管道天然气销售价格的通知》（穗发改〔2021〕70 号）实施时间由原来 2021 年 12 月 31 日提前至 2021 年 11 月 30 日结束。

⁵ 根据《广州市发展和改革委员会关于非居民管道燃气销售价格实施动态调整及有关问题的通知》（穗发改〔2022〕31 号），受国际天然气供需

紧张，气源价格持续走高影响，启动非居民管道燃气实施气源与销售价格上下游联动机制。非居民管道燃气销售价格由气源价格和配气价格构成，气源价格最高可上浮 20%，最高限价为 3.36 元/立方米，下浮不限。配气最高限价为 1 元/立方米，下浮不限。非居民管道燃气最高限价由 3.95 元/立方米调整为 4.36 元/立方米。自 2022 年 4 月 15 日起执行，实施时长六个月，结束之日起非居民管道燃气终端销售价格（基准价）按穗发改规字〔2019〕9 号、穗发改〔2020〕85 号文规定的标准执行。

合计	158	142.91	54.03	22.08	--	--	--
拟建项目名称	装机规模	预计总投资	已投资	2022 年计划投资	预期完工时间	持股比例	资金来源
LNG 应急调峰气源站配套管线工程	--	12.67	--	0.31	2023	100%	自有资金和银行借款等
广州金融城起步区综合能源项目	--	13.48	--	0.46	2027	70%	募集资金、自有资金和银行借款等
合计	--	26.15	--	0.77	--	--	--

注：截至 2022 年 3 月末，在建项目中明珠能源站项目已实现“双机房”封顶；广州 LNG 应急调峰气源站项目储气库工程完成两个储罐气顶升及储罐外罐混凝土施工；天然气利用工程四期工程项目完成管道建设 192 公里。拟建项目中广州金融城起步区综合能源项目完成一期工程 PC 总承包招标等工作。

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）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年财务报告以及经公司提供未经审计的 2022 年一季度报，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租赁负债调整至长期债务，其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务，将一年内到期的非流动负债、短期借款和其他流动负债中的应计利息调整出短期债务。

2021 年以来，燃料价格的快速攀升导致公司电力和天然气业务以及参股公司盈利能力承压；2022 年一季度，公司已扭亏为盈，但仍需持续关注燃料价格变化及其对公司盈利能力的影响

跟踪期内，得益于火电量价齐升，公司电力业务收入同比上升 26.84%，但煤炭价格大幅上涨导致其收入成本倒挂，同时由于自身经营模式也使得能源物流业务收入和和盈利能力均大幅上升。公司天然气采购成本上升，但期间受益于下游工商业用户需求提升，上涨成本得以传导至终端售价，推动当期天然气业务收入同比上升 32.65%，同时毛利率则受价差的收窄同比大幅下降 18.45 个百分点。得益于新能源机组装机容量增长，2021 年新能源业务收入同比增加 1.11 倍，继续保持了很强的盈利能力。

2022 年一季度，受新冠肺炎疫情反复及能源价

格上升导致火电售电量、LNG 销售量和市场煤销售量均较上年同期有所减少，当期营业总收入较上年同期减少 6.91%。同时，受益于煤炭价格涨幅放缓以及火电价格上升，电力业务亏损幅度大幅下降。而随着采购价格较高的 LNG 业务收缩，天然气业务毛利率有所回升。整体来看，燃料价格的上升推动能源物流业务毛利率上升，一季度营业毛利率较上年同期上升 2.04 个百分点。

表 8：公司主要板块收入结构及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
电力业务	65.09	62.19	78.88	16.06
能源物流业务	177.36	201.86	226.17	49.71
天然气业务	43.05	40.74	54.04	12.53
新能源业务	4.67	6.73	14.18	4.24
其他业务	6.26	5.58	6.37	0.14
营业总收入	296.43	317.10	379.65	83.68
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力业务	16.65	17.19	-9.45	-0.08
能源物流业务	2.25	1.92	4.17	3.62
天然气业务	19.34	22.70	4.25	9.62
新能源业务	64.40	62.76	64.06	63.94
营业毛利率	9.71	9.50	4.12	8.07

注：其他业务主要为房产租赁和融资租赁等业务。

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要为财务费用和管理费用。2021 年，债务规模的快速增长以及业务规模的拓展使得管理费用和财务费用均有所增加，进而导致期间费用同比增长。但得益于当期营业总收入的增速相对较快，期间费用率小幅下降。2022 年一季度，受益于融资成本的下降以及销售费用的减少，期间费用较上年同期减少 4.50%，期间费用率亦随之有所下降。

2021 年，受燃料价格上涨等因素影响，公司经

营性业务利润呈亏损状态。同时，公司合、联营火电企业利润亦同比大幅减少，导致投资收益同比减少。但参股的中国长江电力股份有限公司、广州港股份有限公司、广东粤电靖海发电有限公司仍保持了较为可观的利润分配水平。整体来看，投资收益仍可利润形成一定补充。2020年，公司对参股企业同煤广发化工及东周窑长期股权投资计提减值准备规模较大，2021年末发生此类减值损失，公司资产减值损失主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失。同期，受发生亏损影响，公司相关盈利指标均同比大幅下降。

2022年一季度，受益于燃料成本增速放缓及能源物流业务盈利能力提升等因素，公司经营性业务利润扭亏为盈，且较上年同期大幅增长，同时利润总额较上年同期增加15.24%。但燃料成本的高位运行仍对公司参股企业利润形成较大影响，进而导致当期投资收益有所减少。

此外，公司董事会决议通过2021年利润分配预案或公积金转增股本预案，拟以2021年年度利润分配时股权登记日的总股本扣除公司回购专户的股份余额为基数，每10股派1元现金红利（含税），合计派发现金红利3.51亿元，占当期归母净利润的173.07%，或对公司利润的积累形成影响。该利润分配预案尚需提交公司2021年年度股东大会审议。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	19.78	19.08	22.25	4.41
期间费用率(%)	6.67	6.02	5.86	5.27
经营性业务利润	8.95	10.63	-5.77	2.23
投资收益	3.05	5.45	2.50	0.15
资产减值损失	-0.80	-3.27	-0.98	-0.10
利润总额	11.61	13.47	-3.21	2.53
EBIT	17.97	18.96	4.72	--
EBITDA	29.78	31.95	19.69	--
总资产收益率(%)	4.45	4.42	0.93	--

注：由于缺少数据，2022年一季度部分指标无法计算；资产减值损失以“-”号显示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，随着项目建设及收并购的推进，公司总

资产及总债务规模均保持快速增长；非公开发行股票
的完成推动公司资本实力进一步提升；债务结构
和财务杠杆整体仍处于行业内较优水平

跟踪期内，公司总资产规模进一步增加，其中以非流动资产为主。受益于项目建设的推进及并购项目完成，公司固定资产及在建工程规模均保持增长。近年来，公司参股大量优质能源企业，长期股权投资及其他权益工具投资保持较大规模。2021年末受减少对广东粤电控股西部投资有限公司的投资及参股企业发放股利影响，长期股权投资规模较上年末有所减少。2022年一季度，由于下属风电公司归还部分融资租赁款，相应资产转入固定资产项目核算，3月末无形资产规模有所减少。流动资产方面，2021年非公开发行股票使得当期末货币资金规模大幅增长，其中受限货币资金为1.16亿元，主要为票据、保函及借款保证金，占比较低。存货主要为煤炭及油品，2021年由于燃料成本上涨等因素，煤炭及成品油库存量减少。2022年一季度，公司响应保供政策，增加煤炭库存量，使得3月末存货规模大幅增长。此外，应收账款主要为应收电费款、新能源补贴款及应收货款，由于新能源业务规模持续扩大，应收账款逐年增加，但账龄主要集中于1年以内，回收风险较小。

表 10：近年来公司资产构成（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	10.47	12.11	58.86	48.58
存货	21.90	24.61	16.68	32.08
应收账款	19.72	21.34	26.63	30.61
流动资产	99.88	95.50	167.29	166.29
固定资产	163.59	176.92	202.11	212.17
长期股权投资	54.29	53.58	51.61	51.78
其他权益工具投资	32.75	33.06	34.75	33.95
无形资产	21.81	21.16	47.66	38.64
非流动资产	323.98	338.50	414.01	420.11
资产总额	423.85	434.01	581.30	586.40

注：应收账款包含应收款项融资；公司自2021年1月1日起执行新租赁准则，对于首次执行日前已存在的融资租赁，公司在首次执行日按照融资租入资产和应付融资租赁款的原账面价值，分别计量使用权资产和租赁负债，上表中将2021年末及2022年3月末使用权资产计入无形资产。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司负债主要由应付账款及有息债务构成，其

中，应付账款主要为应付材料款、服务费及工程款等，2021 年以来有所增加。有息债务方面，由于在建及并购活动推动资金需求上升，2021 年以来外部融资力度增加，使得公司债务规模快速增长。短期债务增幅较大主要系 15 亿元中期票据及 24 亿元企业债券将在一年内到期，且 2021 年 12 月发行 10 亿元超短期融资券所致。但总债务仍以长期债务为主，债务结构保持合理水平。权益方面，2021 年 12 月，公司采用市场化询价方式完成非公开发行股票募集资金 52.59 亿元，推动期末权益规模大幅增加，资本实力进一步提升。受债务增速较快影响，2021 年以来公司财务杠杆水平有所上升，但整体仍处于行业内较优水平。

表 11：近年来债务结构及资本实力情况（亿元、%、X）

指标	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	26.81	34.91	36.11	45.65
短期债务	20.91	22.43	87.42	87.04
长期债务	128.12	129.84	156.61	152.28
短期债务/长期债务	0.16	0.17	0.56	0.57
总债务	149.03	152.27	244.03	239.32
股本	27.26	27.26	35.44	35.44
资本公积	39.55	41.66	85.36	85.45
未分配利润	69.53	77.24	74.74	77.34
所有者权益	205.30	210.52	261.34	263.28
总资本化比率	42.06	41.97	48.29	47.62

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，燃料采购成本上升导致公司经营获现能力及各项偿债指标均有所弱化，但整体偿债能力良好

跟踪期内，燃料采购成本大幅上升导致公司经营净现金流有所减少，但仍处于较好水平。同期，公司对外投融资需求大幅增加，由于承债式并购润电能源、置换外部融资租赁款及项目支出增加等因素，投资活动现金净流出规模同比大幅增加。另外，随着非公开发行股票、发行公司债和超短期融资券以及银行借款的增加，筹资活动现金呈大幅净流入态势。2022 年一季度，购买燃料等付现成本的增加导致公司经营活动现金呈净流出态势。同时，随着项目建设的推进以及债务的偿付，当期投资和筹资活动现金均呈净流出态势。目前公司仍有

较大规模的在建及拟建项目，未来或仍将保持一定的对外投融资规模。

偿债指标方面，2021 年受债务规模增加的同时利润和经营活动净现金流同比减少的影响，公司相关偿债能力指标均有所弱化。但整体来看，依托于优质的资产及很强的融资能力，公司偿债能力良好。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	36.36	22.84	20.19	-4.16
投资活动净现金流	-35.02	-29.67	-44.03	-7.75
筹资活动净现金流	-11.81	-9.88	88.75	-10.34
经营活动净现金流/总债务	0.24	0.15	0.08	-0.07*
经调整后的经营活动净现金流/总债务	17.99	9.47	2.89	-8.63*
经营活动净现金流/利息支出	5.55	3.83	2.43	--
EBITDA 利息保障倍数	4.55	5.36	2.37	--
总债务/EBITDA	5.00	4.77	12.40	--

注：标“*”数据经年化处理。由于缺少相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算。

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

截至 2021 年末，公司受限资产合计 15.18 亿元，占比较低，主要为抵、质押应收账款及固定资产、存放中央银行款项、货币资金。

截至 2021 年末，公司无重大未决诉讼事项。

对外担保方面，公司全资子公司能源物流集团按持股比例 50%为广州发展航运有限公司 1 亿元 1 年期流动资金贷款提供不可撤销连带责任保证担保，截至 2021 年末，担保余额为 5,000 万元。

银行授信方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年末，公司共获得各银行综合授信额度 723.51 亿元，其中未使用额度 614.34 亿元，备用流动性充足。同时，作为 A 股上市公司，公司资本市场融资渠道畅通。良好的银企关系为公司经营性资金需求和债务本息支付提供了有力的保障。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2019 年~2022 年 5 月 5 日，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），无不良信用记录。

外部支持

作为广州市国资委下的优质上市公司，公司得到股东的大力支持

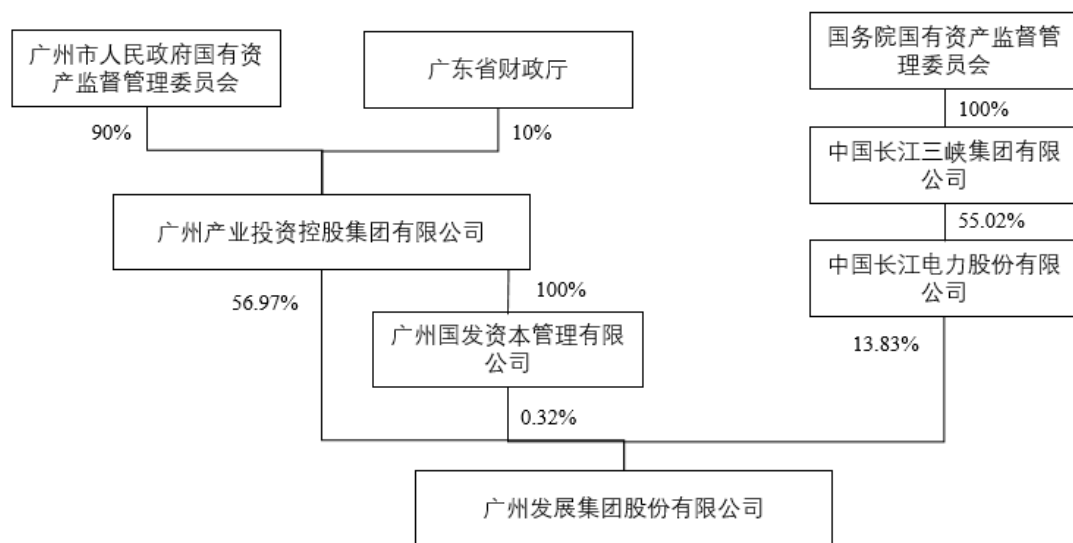
公司控股股东广州产业投资控股集团有限公司是广州市国资委下属的国有股权持股平台、资本运作管理平台、战略投资发展平台及公共资金增值平台，综合实力较强。近年来，公司各业务综合发展，2021 年营业总收入及经营活动净现金流分别占广州产投的 77.24%和 35.78%。截至 2022 年 3 月末，公司总资产及净资产分别占广州产投的 40.81%和 49.79%。2021 年，广州产投参与公司非公开发行股票，认购金额 19.93 亿元，推动公司资本实力进一步提升。

作为广州市属唯一从事能源行业的国有控股上市公司、最大的发电企业、城市燃气高压管网建设和购销的主体、华南地区最大的纵向一体化煤炭经营企业，公司担任保障地方能源供应以及社会经济运行稳定的重要角色，能够在项目获取及资金等方面获得广州市国资委和控股股东的有力支持。

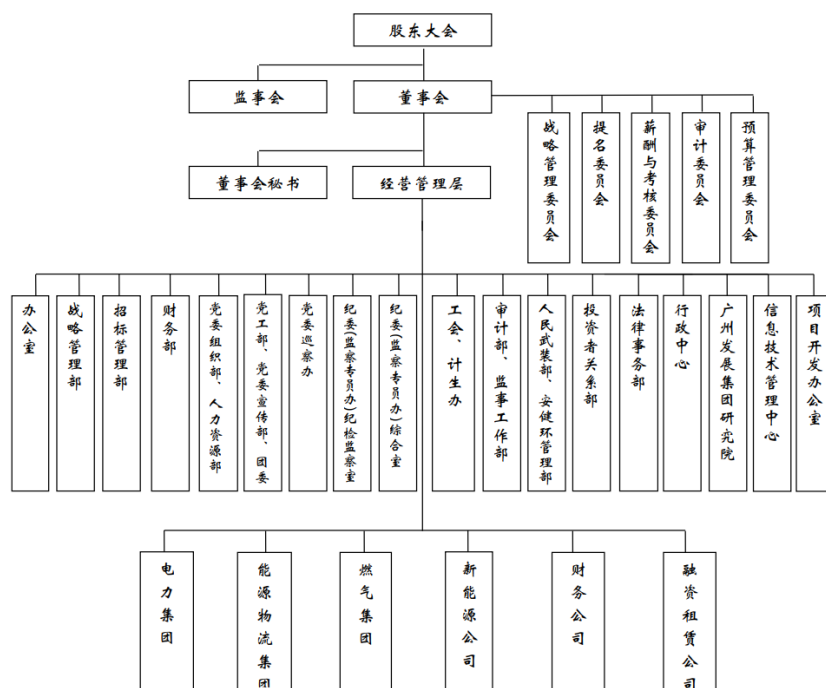
评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州发展集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 穗发 01”和“21 穗发 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州发展集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



序号	主要子公司	持股比例（%）	
		直接	间接
1	广州发展电力集团有限公司	100	--
2	广州发展新能源股份有限公司	90	10
3	广州发展资产管理有限公司	100	--
4	广州燃气集团有限公司	100	--
5	广州发展能源物流集团有限公司	100	--



资料来源：公司提供

附二：广州发展集团股份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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	104,709.89	121,137.91	588,553.50	485,763.22
应收账款净额	197,180.18	213,411.07	266,254.27	306,136.64
其他应收款	24,712.81	27,302.58	26,813.64	29,263.50
存货净额	219,013.63	246,119.02	166,770.66	320,784.55
长期投资	960,366.28	961,046.57	966,892.52	960,622.60
固定资产	1,635,909.01	1,769,153.56	2,021,120.48	2,121,716.04
在建工程	185,993.82	171,703.81	279,744.14	322,816.61
无形资产	218,123.81	211,569.54	476,586.64	386,370.86
总资产	4,238,542.01	4,340,066.91	5,812,962.51	5,863,971.97
其他应付款	33,131.11	40,928.95	47,236.29	39,634.37
短期债务	209,108.19	224,339.37	874,201.28	870,420.96
长期债务	1,281,167.08	1,298,350.92	1,566,106.72	1,522,787.23
总债务	1,490,275.28	1,522,690.29	2,440,308.00	2,393,208.19
净债务	1,385,565.39	1,401,552.37	1,851,754.50	1,907,444.97
总负债	2,185,578.61	2,234,822.64	3,199,527.83	3,231,143.45
费用化利息支出	63,575.77	54,921.35	79,297.86	--
资本化利息支出	1,903.89	4,694.58	3,927.70	--
所有者权益合计	2,052,963.40	2,105,244.28	2,613,434.68	2,632,828.52
营业总收入	2,964,307.26	3,171,047.18	3,796,452.74	836,838.21
经营性业务利润	89,483.15	106,336.68	-57,738.95	22,328.70
投资收益	30,466.73	54,495.14	24,957.53	1,517.44
净利润	96,145.58	109,227.91	-7,169.20	22,022.44
EBIT	179,686.22	189,638.96	47,202.35	--
EBITDA	297,772.26	319,475.27	196,851.57	--
经营活动产生现金净流量	363,623.31	228,416.70	201,928.72	-41,593.51
投资活动产生现金净流量	-350,189.64	-296,693.40	-440,315.33	-77,532.61
筹资活动产生现金净流量	-118,127.73	-98,787.37	887,475.06	-103,367.84
资本支出	246,351.94	196,446.60	315,339.55	62,897.60
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率 (%)	9.71	9.50	4.12	8.07
期间费用率 (%)	6.67	6.02	5.86	5.27
EBITDA 利润率 (%)	10.05	10.07	5.19	--
总资产收益率 (%)	4.45	4.42	0.93	--
净资产收益率 (%)	4.80	5.25	-0.30	3.36*
流动比率 (X)	1.24	1.14	1.11	1.04
速动比率 (X)	0.97	0.85	1.00	0.84
存货周转率(X)	14.00	12.31	17.61	12.60*
应收账款周转率 (X)	17.70	15.41	15.81	11.68*
资产负债率 (%)	51.56	51.49	55.04	55.10
总资本化比率 (%)	42.06	41.97	48.29	47.62
短期债务/总债务 (%)	14.03	14.73	35.82	36.37
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.24	0.15	0.08	-0.07*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	1.74	1.02	0.23	-0.19*
经营活动净现金流/利息支出 (X)	5.55	3.83	2.43	--
经调整的经营净现金流/总债务 (%)	17.99	9.47	2.89	-8.63*
总债务/EBITDA (X)	5.00	4.77	12.40	--
EBITDA/短期债务 (X)	1.42	1.42	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	4.55	5.36	2.37	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.74	3.18	0.57	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司合并口径租赁负债调整至长期债务，其他流动负债中短期应付债券调整至短期债务，将一年内到期的非流动负债、其他流动负债和短期借款中的应付利息调整出短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将使用权资产计入无形资产；4、带*指标已经年化处理。

附三：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
	经调整的经营活动净现金流（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”。

附四：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。