



广州产业投资控股集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1574 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州产业投资控股集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 穗投 01”、“22 穗投 02”、“22 穗投 03”和“23 穗投 01”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广州产业投资控股集团有限公司（以下简称“广州产投”或“公司”）所处良好的区域经济环境、很强的股东支持力度、多业务板块协同发展、电力装机容量持续提升、电源结构不断优化、上网电量保持较大规模以及财务弹性良好等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司装机结构以煤电机组为主、燃料价格以及电力行业政策对公司的盈利能力影响较大以及面临一定投资压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，广州产业投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：受行业政策和燃料价格波动等因素影响，公司盈利能力持续大幅下降；杠杆水平持续大幅攀升、偿债能力明显弱化等。	
正 面		
■ 良好的区域经济环境和很强的股东支持力度继续对公司发展形成有力支撑 ■ 电力、燃气、啤酒及环保等多板块业务协同发展，且具有很强的区域竞争优势，抵御单一行业风险能力较强 ■ 电力装机容量持续提升，电源结构不断优化，上网电量保持较大规模 ■ 与银行保持良好的合作关系，可使用授信充足，且持有大量优质上市公司股权，融资渠道畅通，财务弹性良好		
关 注		
■ 装机结构以煤电机组为主，燃料价格以及电力行业政策对公司的盈利能力影响较大 ■ 在建项目的持续投入以及基金的运营或面临一定投资压力，财务杠杆或将有所上行		

项目负责人：李俊彦 jyli@ccxi.com.cn
项目组成员：刘音乐 yyliu@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

广州产投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	989.29	1,366.32	1,532.85	1,559.48
所有者权益合计（亿元）	411.60	507.38	572.00	579.27
总负债（亿元）	577.69	858.94	960.85	980.22
总债务（亿元）	398.34	667.72	770.24	788.91
营业总收入（亿元）	418.82	494.17	599.25	127.59
净利润（亿元）	19.69	11.19	21.25	6.77
EBIT（亿元）	34.47	26.69	47.13	--
EBITDA（亿元）	56.47	52.20	78.35	--
经营活动净现金流（亿元）	37.57	38.98	60.74	7.73
营业毛利率(%)	15.42	11.47	12.74	16.17
总资产收益率(%)	3.48	2.27	3.25	--
EBIT 利润率(%)	8.24	5.41	7.87	--
资产负债率(%)	58.39	62.87	62.68	62.86
总资本化比率(%)	49.18	57.81	58.61	58.87
总债务/EBITDA(X)	7.05	12.79	9.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.74	2.41	3.27	--
FFO/总债务(%)	8.44	2.26	4.62	--
广州产投（本部口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	303.42	402.62	465.18	464.42
所有者权益合计（亿元）	129.46	193.60	204.29	204.33
总负债（亿元）	173.95	209.02	260.89	260.10
总债务（亿元）	184.34	205.07	257.33	256.96
净利润（亿元）	4.16	5.31	6.15	-1.10
EBITDA（亿元）	10.15	11.67	14.14	--
资产负债率(%)	57.33	51.91	56.08	56.00
总资本化比率(%)	58.74	51.44	55.75	55.71
总债务/EBITDA(X)	18.17	17.57	18.20	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.52	1.88	1.80	--

注：1、中诚信国际根据广州产投提供的其经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债及长期应付款中的带息债务和 2021 年以来纳入公司合并范围的广州环保投资集团有限公司的永续债。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	可控装机容量 (万千瓦)	上网电量/售电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	资产负债率 (%)
深圳能源	1,746.17	567.58	1,412.67	378.25	24.73	17.35	61.55
江苏国信	1,822.20*	723.61*	2,210.48	578.60	37.23	7.08	50.55
广州产投	640.59	190.58	1,532.85	599.25	21.25	12.74	62.68

中诚信国际认为，广州产投电力业务可控装机容量、上网电量虽低于可比企业，但其与可比企业均拥有较为多元的业务布局，公司总资产及净利润等盈利指标均处于中等水平，且由于存在一定能源物流贸易业务收入，公司营业总收入高于其他可比企业。同时，公司财务杠杆虽高于可比企业，但在行业内仍处较低水平。

注：“深圳能源”为“深圳能源股份有限公司”简称；“江苏国信”为“江苏省国信集团有限公司”简称；加“*”数据为江苏国信 2021 年数据。

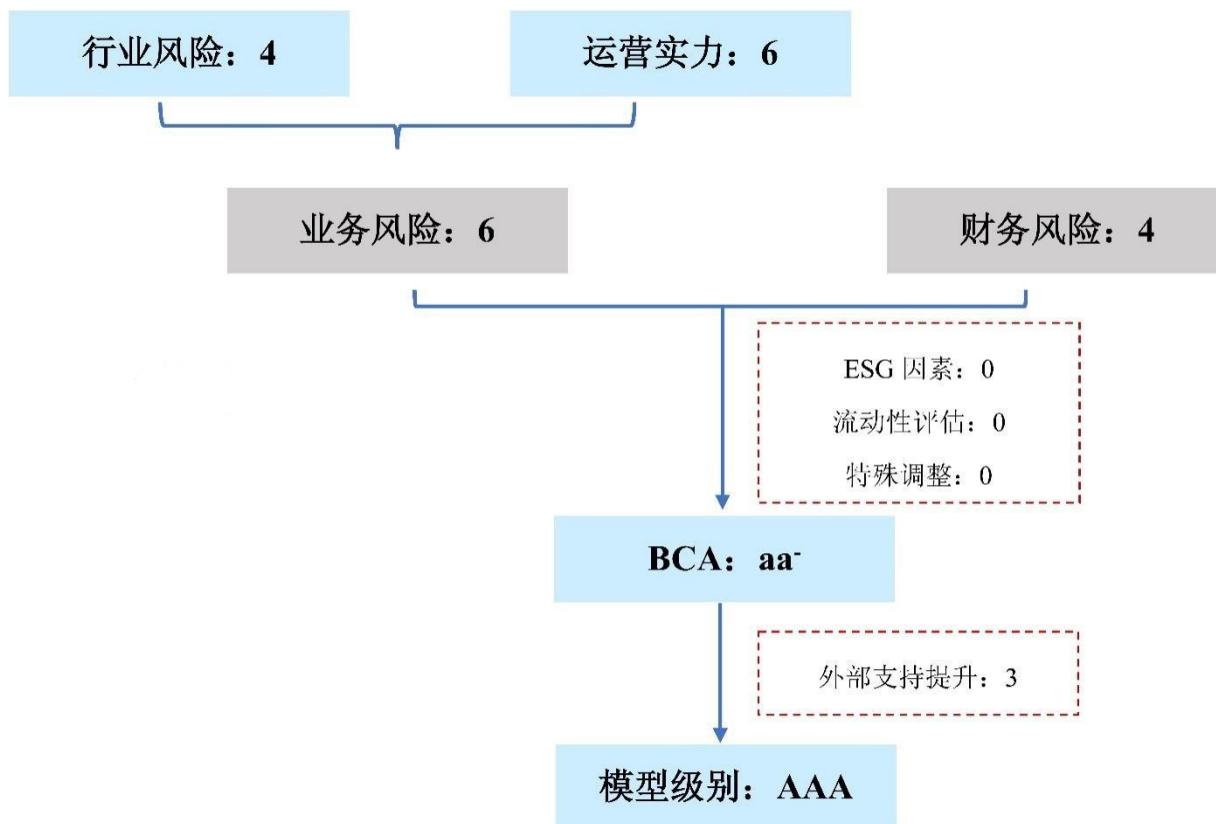
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债 项评级 结果	上次债 项评级 结果	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
22 穗投 01	AAA	AAA	2022/05/25	15.00	15.00	2022/06/06~2025/06/06	交叉保护
22 穗投 02	AAA	AAA	2022/07/27	15.00	15.00	2022/08/11~2025/08/11	交叉保护
22 穗投 03	AAA	AAA	2022/11/18	13.50	13.50	2022/12/06~2027/12/06 (3+2)	调整票面利率,回售,交叉 保护
23 穗投 01	AAA	AAA	2023/03/27	8.00	8.00	2023/04/07~2026/04/07	持有人救济,交叉保护

● 评级模型

广州产业投资控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000_2022_04

■ 业务风险：

广州产投所属电力行业为国民经济基础行业，稳定性强，电力行业风险评估为较低；广州产投业务多元，抵御单一行业风险能力较强。装机规模及上网电量具备规模优势，电力业务竞争实力很强，除参股部分上游煤炭资源外，煤炭采购主体被纳入国家电煤重点保供贸易企业名单，资源控制力较强，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

2022 年以来广州产投的盈利以及经营获现能力持续改善且表现较好，同时，资本实力亦不断提升，整体偿债指标有所增强，财务政策较为稳健。但其在建项目以及基金业务面临一定投资压力，资金平衡情况有待关注，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对广州产投个体基础信用等级无影响，广州产投具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持：

公司作为广州市直属的战略投资发展平台、国有股权持股平台及资本运作管理平台，地位优势明显。广州市区域经济环境很好，广州市政府支持能力很强，对公司具有极高的支持意愿，外部支持调升 3 个子级。

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，公司债券使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项	发行金额	已使用金额	募集资金用途	是否变更
22 穗投 01	15.00	15.00	偿还公司到期债务	否
22 穗投 02	15.00	15.00	偿还公司有息债务	否
22 穗投 03	13.50	13.50	偿还公司有息债务	否
23 穗投 01	8.00	8.00	偿还公司有息债务	否

资料来源：公司财务报告

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年全国电力供需矛盾凸显，限电频发使得火电投资提速，但非化石能源比重在政策扶持下仍将延续提升态势，电力体制改革亦将持续深化。未来我国用电增速或有提升，但在经济下行压力下整体仍将维持较低水平。行业内企业凭借较好的经营获现能力整体保持了可控的财务风险，但各类电源企业财务状况有所分化。

2022 年以来，我国全社会用电量增速放缓，考虑到稳增长政策效果的逐步显现、全球变暖引起的极端天气频繁出现和 2022 年低基数等因素，未来短期内我国用电量增速或将有所提升；但中长期来看，国内外经济较大的下行压力等因素或将影响我国用电量增速继续保持较低水平。同期我国部分区域电力供需偏紧，火电托底作用凸显，其投资加速回暖；国内非化石能源装机继续保持高速增长。但在水电供给不确定性、风光出力波动、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素制约下，同时叠加需求回暖和煤价高位运行，预计未来一段时间我国电力供需矛盾仍将存在。

从机组运营来看，2022 年以来受需求低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时同比有所降低；未来全国发电设备利用效率的增长仍面临较多不确定性，不同电源类型机组利用效率仍将延续分化态势。2022 年燃煤电价改革政策的落地实施使得火电企业电价涨幅普遍增至上限以缓解其经营困难，并带动市场交易电量规模大幅增加，亦推动了其他电源品种电价的市场化进程。

2022 年以来电力生产企业债务规模在加速推进清洁能源项目的建设及并购的影响下虽有所上升，但依托于良好的资源获取、融资及获现能力，预计 2023 年财务风险整体可控；但不同电源企业财务状况仍有所分化，其中火电企业盈利虽有所修复，但仍需持续关注未来燃料价格走势及政策变化情况；风电及太阳能发电企业在政策扶持下盈利及偿债指标整体持续优化，未来仍具较大提升空间。

详见《中国电力行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8467?type=1>

中诚信国际认为，广州产投作为广州市属投资、运营及发展平台，业务多元化程度较高，且各业务均具备一定区域地位优势。其中电力业务控股装机及上网电量规模较大，加之所处区域旺盛的用电需求，电力业务竞争力很强。同时公司投资业务亦承担了部分政策性投资职能，且已形成一定规模，需关注其后续资金平衡情况。

2022 年以来，公司装机容量不断扩大，电源结构虽持续优化，但仍以火电为主，单机容量有待提升，考虑到所处发达的区域经济及旺盛的用电需求，电力业务竞争力很强。同时其上网电量规模较大，对上游燃料具备集采优势，资源控制力较强。需持续关注高企的燃料价格对公司经营产生的影响。

公司电力业务由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”）负责运营。2022 年以来，随着新能源项目的自建投产以及收购完成，广州发展控股装机容量持续提升，电源结构不断优化，但目前仍以火电机组为主。截至 2023 年 3 月末，广州发展火电机组中，除分布式能源站外，全部单体装机均在 30 万千瓦及以上，且均已实现超洁净或超低排放，但 60 万千瓦及以上的装机占比为 29.74%，单机规模有待提高。广州发展火电机组主要集中在粤港澳大湾区电力负荷中心，广东省是我国经济最发达区域之一，经济体量连年位于全国前列。2022 年，广东省 GDP 为 129,118.58 亿元，同比增长 1.9%，全社会用电量为 7,870.34 亿千瓦时，同比增长 0.05%，

繁荣的经济发展环境对机组利用效率提供了有力支撑。

表 2：近年来公司装机结构情况（万千瓦）

指标	2020	2021	2022	2023.3
控股装机容量	500.19	581.86	640.59	656.78
其中：火电（含天然气及生物质）	403.45	403.45	403.45	403.45
风电	30.30	99.62	115.07	130.07
光伏	66.44	78.79	122.07	123.26
风电及光伏占比	19.34%	30.66%	37.02%	38.57%

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

2022 年，风电及光伏等新能源机组在装机规模提升的带动下均保持增长态势，但火电机组出力受燃料价格高位运行及广东电力现货市场全年连续结算试运行¹等因素影响同比有所下降，加之广东省用电需求增幅不大，整体导致公司整体发电量和上网电量均同比降低。同时受所在区域自然资源禀赋影响，公司新能源发电机组利用小时均低于全国平均水平²，利用效率有待提升。同期，广州发展电力市场化交易电量持续提升，推动火电机组平均上网电价同比大幅上涨 19.18%，新能源机组电价则由于平价上网机制呈下降态势。2023 年一季度，受广东省经济环境稳健发展及上年同期低基数等因素影响，广州发展当期发电量及上网电量同比均大幅增加，同时，火电上网电价继续上行。另外，受机组质量以及利用效率等因素影响，其供电煤耗高于全国平均水平³。

表 3：近年来公司电力业务主要生产指标

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
发电量（亿千瓦时）	166.46	215.76	201.11	48.00
其中：火电	153.80	188.01	167.32	36.25
风电	7.51	19.88	24.55	9.00
光伏	5.15	7.87	9.24	2.75
上网电量（亿千瓦时）	157.62	204.47	190.58	45.59
其中：火电	145.22	177.31	157.52	34.08
风电	7.31	19.36	23.90	8.78
光伏	5.09	7.80	9.16	2.73
市场化交易电量（亿千瓦时）	127.00	143.18	156.69	33.83
平均利用小时数（小时）	--	--	--	--
其中：火电	3,887	4,660	4,147	898.50
风电	2,561	2,468	2,136	691.62
光伏	1,072	1,159	1,087	232
平均上网电价（含税，元/千瓦时）	--	--	--	--
其中：火电	0.4403	0.4514	0.5380	0.5570
风电	0.5804	0.5778	0.5766	0.5578
光伏	0.6472	0.6075	0.5735	0.5735
供电煤耗（克/千瓦时）	303.93	306.43	306.77	309.45

注：公司光伏电量部分自用，余电上网。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

广州发展无控股的上游燃料资源，所用燃煤及燃气均需外购。所属电厂的煤炭采购全部由下属公司广州珠江电力燃料有限公司（以下简称“珠电燃料公司”）⁴负责，2022 年，珠电燃料公司被纳入首批国家电煤重点保供贸易企业名单，其控股股东能源物流集团成为广东省最大的煤炭储备基地之一，在煤价高企的形势下最大力度地实现了规模效应和成本控制。同年，虽然国家保供稳价

¹ 发电企业按收益最优原则参与电力市场交易，部分程度影响发电量。

² 2022 年，全国风电机组平均利用小时为 2,221 小时，光伏机组平均利用小时为 1,337 小时。

³ 根据国家能源局发布的 2022 年全国电力工业统计数据，2022 年全国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗为 301.5 克/千瓦时。

⁴ 珠电燃料公司是广州发展能源物流集团有限公司（以下简称“能源物流集团”）的全资子公司，能源物流集团是广州发展的全资子公司。

政策持续推行使得原煤产量同比增长，但国内电煤需求提升，叠加国际煤炭市场价格受地缘政治冲突、气候异常等因素影响高位震荡，导致进口煤炭量同比下降，当期市场电煤价格仍继续高位运行，持续压缩广州发展的盈利空间。天然气方面，虽然国内“增储上产”行动见效，天然气产量保持稳步增长，但受国际气价高位震荡等因素影响，广州发展的平均采购气价继续呈上升态势。2023 年一季度，受供需变化影响，广州发展发电标煤单价有所回落，天然气平均采购单价仍继续上行。

另外，珠电燃料公司持有大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司 30% 权益。截至 2022 年末，同发东周窑剩余煤炭资源储量约为 15.48 亿吨，2022 年销售商品煤 433.1 万吨，优先供给珠电燃料公司⁵。

能源物流业务规模效应显著，2022 年以来，煤炭销售区域持续拓展，供给保障能力有所提升。

公司能源物流业务的运营主体为广州发展全资子公司能源物流集团，主要业务为煤炭贸易，油品贸易出于风控考虑已经基本暂停。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。2022 年以来，面对煤炭供需紧张形势，能源物流集团加大煤炭资源筹措力度，提升供给保障能力，煤炭销售区域拓展至全国 18 个省市，销售量持续增加。

能源物流集团还拥有油库租赁业务，主要运营主体为广州发展碧辟油品有限公司。2022 年以来，由于油品价格波动较大，下游客户降低仓储量，公司油库租赁量持续下滑，但租赁率仍高于所在区域同行业水平。

表 4：近年来公司能源物流业务情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
市场煤销售量（万吨）	3,162.73	2,657.63	3,058.00	642.18
油库租赁量（万立方米）	701	582	418	68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气业务继续保持区域垄断优势。2022 年以来，管道气销售量持续提升，LNG 销售量有所波动。

公司燃气业务的运营主体为广州发展全资子公司广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”），其是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销唯一主体，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销，具备区域垄断优势。2022 年以来，燃气集团不断完善管网建设布局，持续加大用户开发力度，扩大供气规模，截至 2023 年 3 月末，燃气管网长度已达 6,874.98 公里，燃气用户超过 226 万户。

2022 年以来，燃气集团积极应对国际天然气市场剧烈波动、“量紧价高”的供需形势，在原有渠道的基础上，与中国海洋石油集团有限公司签署 5 年期长协合同，与中国石油化工股份有限公司签署年度合同。得益于此前海外购气合同⁶的签订，公司的海外气源自主采购能力明显提升，已

⁵ 根据双方合同约定，同发东周窑煤炭产量的 40% 优先供给珠电燃料公司；但因同发东周窑年产煤量较低，目前其商品煤优先供给珠电燃料公司。

⁶ 公司分别与 BP SINGAPORE PTE. LTD.（新加坡私人有限公司）、SINOCHEN INTERNATIONAL OIL (SINGAPORE) PTE LTD（中化新加坡国际石油有限公司）及 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）签订了购气合同。

形成多路长期稳定的气源供应。

2022 年，受益于下游用户用气量增加，燃气集团管道燃气销售量保持增长。但海外气源价格持续上涨，公司在满足保供的情况下减少其采购，LNG 销售量同比小幅减少。2023 年一季度，广州发展签订的海外长协陆续供气使得当期 LNG 贸易量同比大幅增加。广州发展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。2022 年以来，为应对气源价格持续走高，广州发改委两次上调非居民管道燃气售价⁷，一定程度上缓解了燃气集团的成本压力。

表 5：近年来公司燃气销售情况（亿立方米）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
天然气销售总量	24.89	20.73	20.35	6.50
其中：管道燃气销售量	14.04	14.79	15.20	4.13
LNG 销售量	10.85	5.94	5.15	2.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

啤酒业务运营较为稳健。2022 年以来，灌装和酿造产能稳定，下游消费需求提升以及业务运营模式优化等因素推动啤酒产销量均持续增加，原料采购价格上涨导致平均生产及销售价格均持续上升。

公司啤酒业务由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”）负责运营，其具有较高的品牌知名度和影响力，在华南地区继续占据较高的市场份额。跟踪期内，公司的灌装和酿造产能保持稳定，但得益于其产品、渠道、业务结构均持续优化以及下游消费需求提升等因素，啤酒产销量均同比上升，麦芽等原料采购成本的上涨导致啤酒平均生产成本及销售价格亦有所上升，产销价差有所波动。综合来看，公司啤酒业务持续稳健发展。

表 6：近年来公司啤酒生产销售情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
灌装产能（万吨/年）	220	220	220	220
酿造产能（万吨/年）	230	230	230	230
生产量（万吨）	118.39	127.48	134.37	27.36
销售量（万吨）	119.94	127.63	133.85	26.18
平均生产成本（元/吨）	1,787.95	1,932.22	2,103.97	2,230.26
平均销售价格（元/吨）	3,542.81	3,463.09	3,613.94	3,897.75
平均产销价差（元/吨）	1,754.86	1,530.87	1,509.97	1,667.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

环保业务具备一定区域垄断优势。2022 年以来，垃圾处理及焚烧发电能力均持续提升，带动发电收入不断增加，但受环保政策影响，垃圾填埋业务或将持续缩减。2023 年，广环投将博世科出表，预计收入规模或有所下降，但利好其盈利指标。

公司环保业务由全资子公司广州环保投资集团有限公司（以下简称“广环投”）负责运营，其系广州市区及下属各区县环保项目的投资建设及运营主体，在固废处理领域继续保持绝对优势。垃

⁷ 2022 年 4 月，根据广州发改委发布的“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”，非居民管道燃气销售价格由气源价格和配气价格构成。非居民管道燃气销售基准价为 3.80 元/立方米（气源基准价为 2.80 元/立方米，配气价格为 1 元/立方米）。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。从 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。2023 年 1 月，广州市发改委发布“广州市发展和改革委员会关于 2023 年第一次启动广州市非居民管道燃气销售价格动态调整及有关问题的通知”，从 2023 年 1 月 20 日起，非居民管道燃气销售价最高限价为 4.60 元/立方米，下浮不限。执行期为 2023 年 1 月 20 日至 2023 年 7 月 19 日。

圾处理及焚烧发电业务由广环投控股子公司广州环投永兴集团股份有限公司（以下简称“永兴股份”）⁸运营。2022 年以来，随着广州市资源热力电厂二期和邵东市生活垃圾焚烧发电厂一期项目正式投运，广环投的垃圾焚烧处理能力进一步提升，推动垃圾焚烧发电量、上网电量、垃圾处理及发电收入均有所增加。同时，入厂垃圾处理量折算以外的上网电量增加导致平均上网电价同比下降⁹，新增产能导致垃圾处理及发电的产能利用率大幅下降。垃圾填埋方面，阳江填埋场投入运营使得填埋处理能力有所增强，但受填埋环保政策¹⁰影响，实际垃圾填埋量持续大幅下滑，垃圾填埋价格遵循保本微利原则。综合来看，广环投垃圾填埋场的后续利用情况有待关注。另外，随着补贴电费退坡，支付责任由中央向地方转移，且生活垃圾处理收费制度持续健全，相关收益结构将有所调整，或将对垃圾发电的电价补贴规模及到位情况形成影响，需对垃圾焚烧发电及填埋业务的盈利能力保持关注。

表 7：近年来公司垃圾焚烧发电及填埋业务情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
装机容量（万千瓦）	34.00	91.50	91.50	91.50
发电量（万千瓦时/日）	641.21	744.63	1,017.57	1,149.49
上网电量（万千瓦时/日）	550.21	641.04	842.14	1,150.00
平均上网电价（元/千瓦时）	0.51	0.56	0.48	--
发电收入（亿元）	10.33	12.99	14.83	4.79
垃圾处理能力（吨/日）	28,290	33,053	45,990	46,690
其中：焚烧发电类	14,040	18,803	30,240	30,940
填埋类	14,250	14,250	15,750	15,750
垃圾处理量（万吨）	848.75	806.19	820.56	212.68
其中：垃圾焚烧处理量	498.44	565.23	768.14	203.29
填埋处理量	350.31	240.96	52.42	9.39
垃圾焚烧平均处理价格（元/吨）	146.27	140.15	146.75	--
垃圾处理收入（亿元）	9.46	9.02	12.15	0.19
其中：垃圾焚烧处理收入	7.29	7.92	11.27	--
垃圾填埋处理收入	2.17	1.10	0.88	0.19
垃圾处理产能利用率(%)	97.26	82.35	67.80	--
发电产能利用率(%)	78.58	62.37	45.83	--

资料来源：公司提供及永兴股份公开数据，中诚信国际整理

广环投水处理等业务由广西博世科环保科技股份有限公司（以下简称“博世科”）运营。2022 年，博世科新增销售合同及期末在手订单均同比大幅下降。受当期市政工程板块订单量缩减、工程类业务收入下降、已签订工业类订单尚未完成验收移交及各类资产计提减值等因素，博世科业务继续呈亏损状态。2023 年 2 月，根据博世科发布的《广西博世科环保科技股份有限公司详式权益变动报告书》（以下简称“公告”），广环投将所持其股权及表决权转让至宁国市国有资本控股集团有限公司（以下简称“宁国国控”）¹¹，并已于 5 月 25 日办理了过户登记手续。博世科近年

⁸ 永兴股份处于 IPO 申报阶段，拟登陆沪市主板，2023 年 3 月 28 日已完成问询。

⁹ 2018 年 1 月，广州市发改委发布《广东省发展改革委关于垃圾焚烧发电项目垃圾处理量核定工作等问题的通知》（粤发改价格函〔2018〕537 号），规定自 2006 年 1 月 1 日后核准的垃圾焚烧发电项目，先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，并执行全国统一垃圾发电标杆上网电价；其余上网电量执行我省燃煤机组标杆上网电价。

¹⁰ 2020 年 8 月，国家发改委发布《城镇生活垃圾分类和处理设施补短板强弱项实施方案》的通知（发改环资〔2020〕1257 号），其中指出：生活垃圾日清运量超过 300 吨的地区，要加快发展以焚烧为主的垃圾处理方式，适度超前建设与生活垃圾清运量相适应的焚烧处理设施，到 2023 年基本实现原生生活垃圾“零填埋”。

¹¹ 公告称博世科股东与宁国国控签署《股份转让协议补充协议》，广环投将直接持有的博世科非限售流通股股份合计 52,198,764 股（占博世科总股本的 10.34%）转让给宁国国控，股份转让价款由广环投与宁国国控届时协商确定，并将其持有的博世科 99,155,880 股股份（占博世科总股本的 19.64%）的表决权不可撤销地全权委托给宁国国控行使，表决权委托期限自非公开协议转让部分的股份过户至宁国国控名下之日起至以下时点中的较早者：（1）委托之日起满 36 个月；（2）宁国国控通过二级市场增持、协议受让或认购博世科发行股份等方式持有的股份达到或超过 29.90% 之日。同时规定了《股份转让协议》与《股份转让协议补充协议》生效的相应条件。另外，2023 年 5 月 25 日，广环投向宁国国控协议转股事项

来持续亏损，对广环投的盈利能力造成一定拖累，广环投将其出表后，预计其收入规模或将有所下降，但利好其盈利指标。

广环投还拥有少量生物质（含餐厨）垃圾处理业务，主要包括广州市内的餐饮垃圾、厨余垃圾、市政粪便、废弃油脂以及死禽畜等各类生物质垃圾。2022 年以来，丰顺渗滤液处理厂投入运营，合计处理能力增至 2,460 吨/日，但受雨污分流及垃圾分类等因素影响，当期污水处理量继续呈下降态势。

公司投资业务涉及领域较多，风险较为分散，资本市场运营能力较强，可为公司贡献较为稳定的投资收益。跟踪期内，公司新成立两大母基金，预计后续基金业务拓展规模较大，面临一定投资压力。

公司作为广州市国资委的战略投资发展平台、国有股权持股平台及资本运作管理平台，市场化运作与政策性职能相结合，对广州市一系列优质公司进行资本运作，投资领域涵盖金融、百货、医药以及汽车等，风险较为分散。跟踪期内，公司新增持广州酒家集团股份有限公司（以下简称“广州酒家”）等公司股权¹²，同时亦减持部分公司股权，2022 年获得分红及利润分配款为 10.36 亿元。截至 2023 年 3 月末，除对广州市浪奇实业股份有限公司、广州汽车集团股份有限公司及中国电力建设股份有限公司的投资亏损外，其余均呈盈利状态，需对金融资产的市值波动及所产生的投资收益情况保持关注。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要参股公司情况（亿元）

公司	持股比例	持股市值
广州越秀资本控股集团股份有限公司	10.75%	35.54
广州市浪奇实业股份有限公司	4.86%	3.01
广州白云山医药集团股份有限公司	1.98%	10.66
广州岭南集团控股股份有限公司	11.67%	9.22
中国电力建设股份有限公司	0.32%	3.95
广州汽车集团股份有限公司	1.37%	16.04
中国长江电力股份有限公司	0.44%	21.25
广州港股份有限公司	1.61%	3.09
广州地铁设计研究院股份有限公司	1.80%	1.33
广州恒运企业集团股份有限公司	18.35%	9.56
广东电力发展股份有限公司	2.22%	7.43
国新证券股份有限公司	10.24%	0.00
广州珠江钢琴集团股份有限公司	16.36%	13.95
广州酒家集团股份有限公司	9.87%	16.64
孚能科技(赣州)股份有限公司	3.82%	10.91
广电计量检测集团股份有限公司	0.27%	0.31
合计	--	162.91

注：公司股权投资无质押；公司对广东电力发展股份有限公司、广州恒运企业集团股份有限公司、广州越秀资本控股集团股份有限公司及国新证券股份有限公司的持股比例虽然不到 20%，但均对其派驻董事，具有重大影响。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2023 年 3 月末，公司已成立 4 家基金管理公司，并成立多只基金，

已通过深圳证券交易所合规性确认，并在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理了过户登记手续，同日，广环投与宁国国控签署的《表决权委托协议》生效。

¹² 2022 年 8 月，广州市国资委下发《广州市国资委关于将广州酒家集团股份有限公司 5.27%股权无偿划转至广州产业投资控股集团有限公司的通知》（穗国资资本〔2022〕2 号），将其持有的广州酒家集团股份有限公司 5.27%股权无偿划转至公司。

投资范围广泛。同期末，公司投资的基金已对外投资规模共计 110.74 亿元，同比大幅增加。跟踪期内，公司通过直接投资与基金投资相结合的方式开启了新一轮的投资，主要投向新能源汽车、集成电路、半导体等多个领域，进一步深化资本运营和产业投资双轮驱动的职能定位。

跟踪期内，公司投资设立了广州产业投资母基金有限公司（以下简称“产业母基金公司”），服务广州制造业立市战略，围绕广州战略性新兴产业、支柱产业发展和重大项目建设开展投资及相关业务。还与子公司广州产投私募基金管理有限公司签署了《广州创新投资母基金合伙企业（有限合伙）之合伙协议》，参与投资设立广州创新投资母基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“创投母基金”），服务于广州建设“科创强市”战略，围绕科技创新、商业模式创新等初创型实体产业项目，开展基金投资及相关业务。产业母基金公司认缴出资 600 亿元，创投母基金目标规模为 500 亿元，出资方式为货币及其他，后续将根据的业务实际需要逐步实缴，预计公司后续的基金业务规模将不断扩大，也将面临一定投资压力。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要基金投资情况（亿元）

基金管理公司	基金简称	基金认缴规模	基金实缴规模	持股比例	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	6.00	6.00	100.00%	2017/1/23	战略性新兴产业
	国资并购基金	30.01	30.01	23.36%	2019/1/2	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
广州产投私募基金管理有限公司	国发创业投资基金	0.80	0.80	99.71%	2018/7/20	战略性新兴产业
	科创智汇一号	0.80	0.80	48.75%	2019/11/18	战略性新兴产业
	广州国资混改一期	3.18	3.18	28.30%	2019/11/25	优先投资于市属国企重点混改项目
	广州国资混改二期	4.07	4.07	12.53%	2021/9/17	优先投资于市属国企重点混改项目
	科创产业基金	100.00	57.31	100.00%	2020/12/25	战略性新兴产业
	老字号基金	4.04	4.04	12.62%	2021/11/12	老字号及大健康，大消费等相关产业
	爱安基金	5.00	4.71	20.48%	2022/2/17	广汽埃安新能源汽车专项基金
	广州工控国发一号	30.00	2.90	33.33%	2019/12/19	新能源及智能网联汽车、智能装备及机器人、新一代信息技术、生物与健康、新材料与高端制造、新能源及节能环保等战略新兴产业，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和旅游、体育、食品、文化等消费升级产业
	海纳科创基金	5.00	0.50	74.00%	2021/3/2	无线通信、北斗导航、航空航天、软件与信息服务等
	国发广日产投基金	10.00	0.60	80.00%	2021/9/14	楼宇智能装备、（新能源）汽车零部件、生产性服务、工业机器人及互联网等战略新兴产业
	广建产投基金	10.00	0.11	70.00%	2021/12/20	专业施工、工程设计、检测监测、园林绿化、建筑新型材料、智能装备、数字建造、信息技术等建筑行业上下游领域
	科创合行股权投资	0.40	0.40	76.92%	2022/3/29	如祺出行专项基金
	科金一号基金	0.50	0.50	100.00%	2022/6/6	合伙企业主要投资于生物医药、新材料、新能源、新一代信息技

						术、高端装备制造、节能环保等战略新兴产业领域。
	智汇二号基金	1.00	1.00	40.00%	2022/7/29	本基金重点围绕 5G 产业链、新材料、医疗大健康等战略新兴产业领域项目进行投资。
广州绿色基础设施产业投资基金管理有限公司	绿色基金	40.02	10.02	59.97%	2019/12/6	基础设施、城市更新改造及战略性新兴产业
	绿色智造基金	2.00	2.00	50.00%	2020/10/15	优先投资于轨道交通、电力电网、航天等产业中的绿色智能装备等领域
广州产投私募证券投资基金管理有限公司	产投证投债券 1 号	2.87	2.87	78.48%	2021/2/18	固定收益类证券
	产投证投价值 1 号	4.24	4.24	100.00%	2021/7/30	权益类证券等
合计	--	259.94	136.07	--	--	--

资料来源：公司提供

公司项目储备充足，待未来投运后，经营实力将进一步增强，但同时也面临一定投资压力。

截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建项目以燃气、新能源、气电和啤酒项目为主，项目储备充足，发展潜力较大，待未来投运后，经营实力将进一步增强。从公司本部来看，考虑到公司投资业务的持续推进和两大母基金的运作，预计后续投资规模较大，亦面临一定投资压力。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额	投资计划		预计完成时间	持股比例
			2023.4~12	2024		
广州市天然气利用工程四期	44.20	37.16	4.58	--	2024 年 12 月	100.00%
广州 LNG 应急调峰气源站项目	60.81	33.02	3.63	--	2023 年 6 月	100.00%
广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目	34.41	19.90	6.76	--	2023 年 6 月	72.00%
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	6.91	4.50	1.20	--	2023 年 6 月	100.00%
广州金融城起步区综合能源项目	13.48	1.36	0.27	--	2023 年 7 月	70.00%
广州 LNG 应急调峰气源站配套管线工程（调峰气源站-黄阁门站段）	2.26	1.28	1.19	--	2023 年 6 月	100.00%
福山循环经济产业园生活垃圾应急综合处理项目	32.60	20.66	11.94	--	2023 年 6 月	86.81%
珠江琶醍啤酒文化创意园区改造升级项目	47.45	4.76	4.52	4.85	2025 年 12 月	100.00%
啤酒产能扩大及搬迁项目	15.38	11.49	2.85	0.53	2025 年 12 月	100.00%
信息化平台建设及品牌推广项目	6.00	0.31	0.13	0.03	2025 年 12 月	100.00%
O2O 销售渠道建设及推广项目	3.04	0.14	0.07	0.11	2025 年 12 月	100.00%
广州国际企业孵化器五期工程改扩建项目	3.66	0.00	0.45	2.20	2025 年 6 月	100.00%
合计	270.20	134.57	37.60	7.71	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	2023 年计划投资额	预计开工时间	预计完成时间	持股比例
广州市高能技术科技园	5.95	0.60	2023 年 9 月	2025 年 9 月	100.00%
大湾区数字经济和生命科学产业园	20.00	5.00	2023 年 12 月	2025 年 12 月	51.00%
合计	25.95	5.60	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司收入规模进一步提升，电力及燃气业务大幅改善推动公司盈利能力持续增强，且在投资收益等助益下，各偿债指标明显提升。同时，投资支出的增加虽推动公司债务规模持续上升，但财务政策较为稳健，杠杆水平处于同行业低位。

2022 年以来，火电上网电价和天然气售价提升以及新能源装机容量增加等因素使得公司收入规模进一步提升，经营性业务利润扭亏为盈并大幅增长，各盈利指标明显改善。

2022 年，受益于火电上网电价及天然气售价大幅提升、新能源装机容量增加、煤炭贸易规模广泛拓展、啤酒业务量价齐升以及垃圾焚烧处理能力增强等因素，公司各主要业务板块收入均同比增加，营业总收入进一步提升。毛利率方面，虽然煤炭贸易购销差减少、啤酒原料采购价格上涨以及博世科持续亏损等因素导致能源物流、啤酒以及环保业务的毛利率均有所下降，但电力及燃气业务毛利率在电价及气价提升的作用下实现了较大增幅，进而推动公司营业毛利率同比提升。2023 年一季度，各板块业务均延续较好的经营形势。综合来看，公司盈利能力持续增强。

表 12：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
电力业务	80.27	107.17	116.08	24.63
能源物流业务	201.89	226.35	303.62	53.45
燃气业务	43.80	57.60	72.43	22.27
啤酒及白酒相关业务	41.35	44.17	48.58	10.57
环保及相关业务	14.82	41.76	47.86	15.22
贸易业务	26.45	4.06	--	--
其他业务	10.24	13.06	10.68	1.45
营业总收入	418.82	494.17	599.25	127.59
毛利率	2020	2021	2022	2023.1~3
电力业务	25.35	8.81	20.62	18.62
能源物流业务	1.92	4.20	2.45	2.72
燃气业务	22.67	5.80	14.43	18.00
啤酒及相关业务	49.97	44.24	41.76	40.59
环保及相关业务	31.17	23.37	20.06	37.67
贸易业务	0.40	6.26	--	--
营业毛利率	15.42	11.47	12.74	16.17

注：受统计口径影响，公司 2021 及 2022 年电力业务统计口径包括火电、新能源和垃圾发电，2023 年一季度垃圾发电纳入环保及相关业务核算；电力（除垃圾发电外）、能源物流及燃气业务收入及毛利率均取自广州发展提供的含其他收入的各板块营业总收入数据，较之前披露的主营业务收入口径有所调整；其他业务包括物业租赁、工程及相关和金融等业务；尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，业务规模扩大以及研发投入增加导致公司期间费用同比小幅增加，但营业总收入的快速提升使得期间费用率整体呈下降态势，费用控制能力仍然较强。同年，电力及燃气等业务持续改善使得公司经营性业务利润扭亏并实现较大幅度提升，且对广州市属国企、上市公司及有限合伙基金等投资获得的公允价值变动收益及投资收益，形成利润的有效补充，推动各项盈利指标均同比增强。另外，公司计提了 1.38 亿元各类坏账损失。2023 年一季度，公司业务运营继续向好，经营性业务利润同比实现大幅提升。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	46.46	55.53	58.20	13.57
期间费用率(%)	11.11	11.25	9.72	10.65
经营性业务利润	15.74	-0.31	15.63	6.37
公允价值变动收益	0.34	2.74	1.25	0.62

信用减值损失	0.30	-1.77	-1.38	0.04
投资收益	11.02	9.74	9.51	1.73
利润总额	26.02	10.86	25.89	8.41
EBITDA	56.47	52.20	78.35	--
总资产收益率(%)	3.48	2.27	3.25	--

注：信用减值损失以负数表示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，经营规模扩大使得公司资产规模及资本实力不断提升，债务规模亦随之上升，但资本结构较为稳健，总资本化比率处于同行业较低水平。

2022 年以来，持续的建设投入以及经营积累推动资产规模不断扩大，资产结构仍以非流动资产为主。垃圾发电和新能源项目的转固投运以及在建项目的滚动开发使得固定资产不断上升，在建工程有所波动。无形资产主要系特许经营权及土地使用权，近两年整体较稳定。股权及基金投资投资力度加大推升长期股权投资、其他权益工具投资以及其他非流动金融资产。流动资产方面，货币资金余额小幅波动，应收电费及应收可再生能源补贴款规模¹³的增加使得应收账款持续上升。

跟踪期内，固定资产及对外投资需求的增加使得债务规模不断上升，但债务结构持续优化。权益方面，无偿接收广州酒家的股权划入、广州发展收购少数股东股权¹⁴以及永兴股份引进战投¹⁵等因素使得资本公积有所增加，同时亦推动少数股东权益不断上升，叠加持续的经营积累使得公司资本实力不断提升，资本结构较为稳健，总资本化比率处于同行业较低水平。

表 14：近年来公司资产质量及资本结构相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	150.87	229.19	239.26	225.42
应收账款	31.75	53.83	64.57	69.21
固定资产	244.30	279.80	395.73	403.20
在建工程	67.24	123.32	83.53	91.64
无形资产	73.64	146.16	146.95	143.21
长期股权投资	122.71	131.84	144.01	150.06
其他权益工具投资	100.97	98.16	109.15	107.48
其他非流动金融资产	23.36	31.03	110.78	112.60
非流动资产/总资产(%)	72.33	69.28	72.57	72.18
资产总额	989.29	1,366.32	1,532.85	1,559.48
短期债务	122.73	242.03	263.52	207.16
短期债务/总债务(%)	30.81	36.25	34.21	26.26
总债务	398.34	667.72	770.24	788.91
资本公积	102.73	110.28	120.35	120.37
未分配利润	72.11	83.06	98.20	102.56
少数股东权益	150.94	219.36	260.33	262.79
所有者权益合计	411.60	507.38	572.00	579.27
总资本化比率(%)	49.18	57.81	58.61	58.87

注：由于统计口径有所变更，债务与此前年度报告披露数据有所差异。

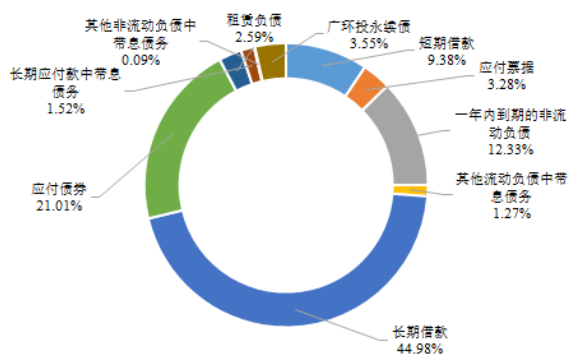
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

¹³ 截至 2022 年末，公司尚未收到的可再生能源补贴款合计 10.89 亿元，占当期末应收账款的 16.87%。

¹⁴ 广州发展向少数股东 BEST STAR INVESTMENTS LIMITED 收购其持有的下属公司广州珠江电力燃料有限公司 35%股权，增加其他资本公积 1.71 亿元，公司按股比分享 0.98 亿元。

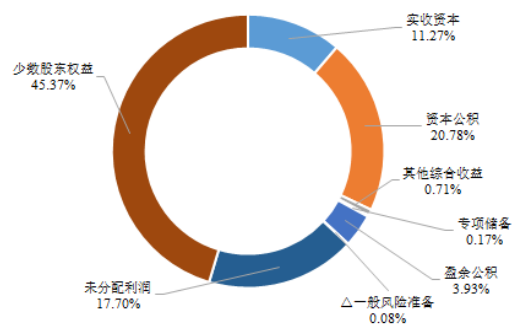
¹⁵ 永兴股份引进战略投资者，收到的投资款与可辨认净资产份额差异增加资本公积 2.95 亿元。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，公司经营获现能力进一步提升，对较大的投资规模形成一定覆盖的同时，筹资活动净流入规模亦有所下降，同时各偿债指标明显增强。

2022 年以来，经营改善以及收到较大规模税费返还款等因素推动公司获现能力持续提升，对规模较大的投资支出形成一定覆盖，叠加债务偿付的增加，筹资活动净流入规模随之下降。偿债能力方面，得益于盈利及获现能力的提升，公司各偿债指标均同比明显增强。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	37.57	38.98	60.74	7.73
投资活动净现金流	-105.41	-108.57	-110.98	-23.87
筹资活动净现金流	40.07	134.87	65.10	10.03
FFO/总债务(%)	8.44	2.26	4.62	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.49	1.80	2.54	--
总债务/EBITDA(X)	7.05	12.79	9.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.74	2.41	3.27	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司合并口径受限资产规模不大，受限比例较低。截至 2023 年 3 月末，公司无重大诉讼，无对外担保情况。

表 16：截至 2022 年末公司受限资产情况（亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	9.24	票据保证金、保函保证金、借款保金、司法冻结等以及存放央行款项
应收账款	9.30	质押资产、质押借款、取得银行授信质押担保、贷款质押担保
应收票据	0.18	质押资产、取得银行贷款质押
固定资产	6.36	质押资产、银行承兑汇票抵押、银行授信抵押担保、贷款抵押担保、融资租赁担保
无形资产	8.14	贷款抵押、质押担保
在建工程	0.84	贷款抵押担保、融资租赁担保
合计	34.06	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

公司本部经营性业务规模很小，利润和现金流主要来自于参控股企业贡献的利润、分红及处置股权，债务的偿还主要依赖于对外融资，但依托其较强的外部融资能力预计能够实现到期债务的平稳续接，偿债压力不大。

公司本部经营性业务规模很小，盈利及获现能力较弱，对下属子公司及所持股权资产依赖性较强，利润主要来源于投资收益。2022 年以来，投资收益的上升推动公司本部净利润同比提升。

本部资产主要为货币资金以及对子公司、联营企业和金融资产的投资。2022 年以来，减持所持股票股权收回投资规模较大使得货币资金余额大幅增加，长期股权投资稳定上升，推动公司本部资产规模整体呈上升趋势，且资本实力有所增强。对外投资需求的增加导致债务规模有所扩大，财务杠杆虽然有所上升但仍然表现尚可。

2022 年，公司本部仍然保持较大的投资支出规模，且债务规模增加，使得筹资活动净现金流同比大幅增加。偿债能力方面，公司本部债务的偿还主要依赖于对外融资，但依托其较强的外部融资能力预计能够实现到期债务的平稳续接，偿债压力不大。

表 17：近年来本部口径主要财务情况（亿元、X、%）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
投资收益	10.63	11.72	13.03	0.79
净利润	4.16	5.31	6.15	-1.10
货币资金	4.20	4.12	28.04	25.85
长期股权投资	193.96	277.30	350.73	352.27
可供出售金融资产	75.71	--	--	--
其他权益工具投资	--	62.29	74.40	72.04
资产总计	303.42	402.62	465.18	464.42
短期债务	107.11	102.83	100.41	65.88
短期债务/总债务	58.10	50.14	39.02	25.64
总债务	184.34	205.07	257.33	256.96
资本公积	57.29	108.42	114.50	114.50
未分配利润	8.94	13.01	19.14	19.00
所有者权益合计	129.46	193.60	204.29	204.33
总资本化比率	58.74	51.44	55.75	55.71
投资活动净现金流	7.05	-20.95	-19.54	0.73
收回投资收到的现金	31.22	19.88	50.11	3.67
筹资活动净现金流	-10.38	21.52	43.18	-2.66
EBITDA 利息保障倍数	1.52	1.88	1.80	--
总债务/EBITDA	18.17	17.57	18.20	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

假设与预测¹⁶

假设

——广州产投的在建项目如期推进，发电资产按计划投运。

——2023 年，广州产投按照生产经营计划推进，其中上网电量与上年基本持平，平均电价有所

¹⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

增加；煤炭销售及燃气销售规模继续扩大。同时燃料采购价格有所下降。

——2023 年，啤酒业务继续稳健运营；博世科出表后，环保业务收入有所下降。

——2023 年，广州产投按照投资计划进行资本支出，资金需求呈上升趋势。

预测

表 18：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	57.81	58.61	59~64
总债务/EBITDA(X)	12.79	9.83	10~12

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，广州产投的流动性很强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成很好覆盖。

2022 年，公司获现能力改善，FFO 呈近三年最高水平。2023 年 3 月末，公司账面未受限货币资金余额为 216.18 亿元，合并口径获得的银行综合授信额度为 1,664.10 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1,104.09 亿元，备用流动性充裕。同时，债务融资工具发行顺畅，利率于可比企业中处于较优水平。此外，公司持有大量优质上市公司股权，变现能力很强。综合来看，公司的流动性来源较为丰富，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息、固定资产投资支出以及对外投资。2022 年末，公司一年内到期的债务合计 263.52 亿元，银行贷款中信用借款占比较高且较为稳定，近三年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金平均支出在 27 亿元左右。根据公司的项目建设规划，2023 年预计固定资产投资支出约 60 亿元，对外投资支出约 80 亿元。综合来看，依托于公司较高的营运现金流量、充足的资金储备、良好的银企关系及较强的变现能力，公司资金平衡状况很好，流动性很强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成很好覆盖。

截至 2022 年末公司合并口径债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	1 年以内到期	1 年以上到期	合计
银行借款	信用借款/抵押借款/质押借款/保证借款	142.62	265.39	408.01
债券融资	企业债/中票/公司债/超短融	91.91	208.41	300.32
其他融资	融资租赁/应付票据/政府借款/非银借款等	28.99	32.91	61.9
合计	--	263.52	506.71	770.24

注：尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

本部方面，公司本部口径现金及等价物对一年内到期的债务规模覆盖程度较低，资金储备一般。但公司本部持有较大规模的上市公司股权，变现能力很强，且下属子公司可为公司贡献稳定的投资收益，加之外部融资能力很强，可对债务的偿付提供有力支持。

ESG 分析¹⁷

¹⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，清洁能源投入大幅增加，且积极承担企业的社会责任；但现阶段装机结构仍以煤电机组为主，面临一定的碳排放压力。综合来看，目前公司 ESG 表现水平较高，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，作为电力生产企业，公司新能源装机占比虽不断提升，且环境综合治理、垃圾焚烧和填埋等业务亦对环境做出较大贡献，但现阶段电源结构以火电为主，仍面临一定的碳减排压力，公司因此持续对机组进行灵活性和节能改造。截至目前，公司在环境管理、资源管理及排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司作为广州市的直属平台企业，积极担当产业投行和资本运营两大角色，承担企业社会责任；同时，公司不断深化安全管理措施，完善安全管理制度，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。截至目前，公司在社会贡献及投资者责任等方面表现较好。

公司治理方面，公司已建立了健全的法人治理结构和较为完善的内部控制制度框架体系。中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

广州市国资委支持能力很强，公司战略地位显著，亦能够获得极高的支持意愿。

公司的实际控制人为广州市人民政府（以下简称“广州市政府”），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”）代为持股并履行实控人职责。广州市的区域经济和人口数量位于全国前列，能源消费需求很大，广州市国资委的经营实力和资源协调能力很强；作为广州市属的战略投资发展平台、国有股权持股平台及资本运作管理平台，地位优势明显，可在资源、项目及资金等方面获得有力支持，2022 年以来，公司获得 5.27% 广州酒家股权的无偿划入。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。整体来看，广州市国资委的支持能力很强，对公司具有极高的支持意愿。

同行业比较

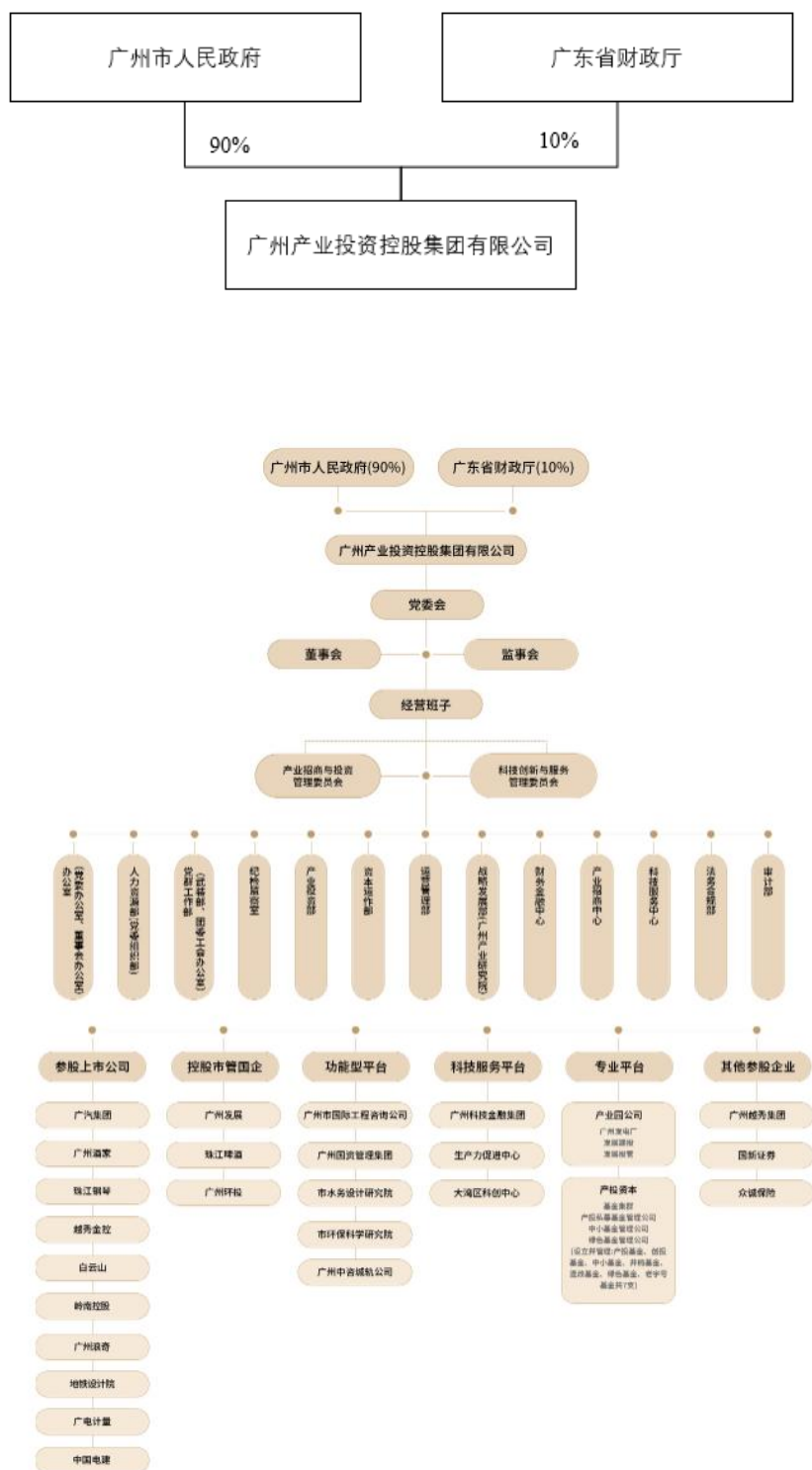
中诚信国际选取了深圳能源和江苏国信作为广州产投的可比公司，上述三家公司均为地方产业投资及国有资本运营平台，且能源业务收入或利润占比较高，在业务和财务方面具有较高的可比性。

中诚信国际认为，广州产投电力业务可控装机容量、上网电量虽低于可比企业，但其与可比企业均拥有较为多元的业务布局，抵御单一行业风险能力较强。公司总资产及净利润等盈利指标均处于中等水平，且由于存在一定贸易业务收入，营业总收入高于可比企业。同时，公司财务杠杆虽高于可比企业，但在行业内仍处较低水平。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州产业投资控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“22 穗投 01”、“22 穗投 02”、“22 穗投 03”和“23 穗投 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州产业投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：广州产业投资控股集团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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,508,662.68	2,291,920.08	2,392,634.11	2,254,191.68
应收账款	317,515.61	538,291.18	645,734.97	692,056.95
其他应收款	55,735.26	102,806.41	84,359.13	125,448.64
存货	498,856.15	390,597.47	385,098.22	426,890.91
长期投资	2,657,359.55	2,621,039.64	3,698,989.57	3,753,213.31
固定资产	2,442,972.86	2,797,975.15	3,957,302.65	4,032,028.86
在建工程	672,355.81	1,233,225.74	835,335.35	916,426.39
无形资产	736,369.86	1,461,633.82	1,469,520.27	1,432,149.52
资产总计	9,892,900.80	13,663,188.48	15,328,489.22	15,594,832.41
其他应付款	154,340.42	205,565.04	176,042.71	155,184.18
短期债务	1,227,325.05	2,420,341.44	2,635,218.86	2,071,581.27
长期债务	2,756,048.35	4,256,854.35	5,067,133.44	5,817,488.11
总债务	3,983,373.40	6,677,195.78	7,702,352.30	7,889,069.38
净债务	2,552,756.07	4,526,231.75	5,402,161.08	5,634,877.70
负债合计	5,776,864.14	8,589,385.67	9,608,515.10	9,802,157.12
所有者权益合计	4,116,036.66	5,073,802.81	5,719,974.12	5,792,675.29
利息支出	150,975.48	216,667.08	239,458.37	--
营业总收入	4,188,166.43	4,941,659.68	5,992,460.00	1,275,851.43
经营性业务利润	157,406.64	-3,051.23	156,324.17	63,673.40
投资收益	110,210.04	97,435.53	95,057.36	17,265.48
净利润	196,914.24	111,893.79	212,472.49	67,692.72
EBIT	344,689.55	266,898.02	471,257.27	--
EBITDA	564,722.55	522,000.38	783,518.26	--
经营活动产生的现金流量净额	375,669.04	389,830.34	607,397.74	77,271.19
投资活动产生的现金流量净额	-1,054,093.74	-1,085,716.60	-1,109,786.13	-238,696.21
筹资活动产生的现金流量净额	400,656.94	1,348,710.58	650,999.87	100,263.06
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	15.42	11.47	12.74	16.17
期间费用率(%)	11.11	11.25	9.72	10.65
EBIT 利润率(%)	8.24	5.41	7.87	--
总资产收益率(%)	3.48	2.27	3.25	--
流动比率(X)	1.05	1.03	0.96	1.13
速动比率(X)	0.86	0.93	0.87	1.02
存货周转率(X)	7.09	9.82	13.47	10.53*
应收账款周转率(X)	13.17	11.53	10.11	7.62*
资产负债率(%)	58.39	62.87	62.68	62.86
总资本化比率(%)	49.18	57.81	58.61	58.87
短期债务/总债务(%)	30.81	36.25	34.21	26.26
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.06	0.02	0.05	0.04*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.18	0.06	0.14	0.15*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.49	1.80	2.54	--
总债务/EBITDA(X)	7.05	12.79	9.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.22	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.74	2.41	3.27	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.28	1.23	1.97	--
FFO/总债务(%)	8.44	2.26	4.62	--

注：1、2023 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债及长期应付款中的带息债务和 2021 年以来纳入公司合并范围的广州环保投资集团有限公司的永续债；3、“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理。

附三：广州产业投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（本部口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	41,997.68	41,211.54	280,444.81	258,523.13
应收账款	0.00	0.00	3.15	0.00
其他应收款	210.51	4.62	3,744.45	3,112.94
存货	--	--	--	--
长期投资	2,696,753.86	3,472,660.23	4,320,503.62	4,312,550.82
固定资产	73.52	129.46	159.42	150.22
在建工程	--	--	--	--
无形资产	68.19	54.90	189.34	178.27
资产总计	3,034,170.54	4,026,169.64	4,651,758.84	4,644,210.32
其他应付款	20,170.71	1,480.80	1,884.44	494.77
短期债务	1,071,131.29	1,028,334.31	1,004,072.89	658,778.13
长期债务	772,313.68	1,022,389.64	1,569,264.23	1,910,805.94
总债务	1,843,444.97	2,050,723.95	2,573,337.12	2,569,584.08
净债务	1,801,447.30	2,009,512.41	2,292,892.31	2,311,060.94
负债合计	1,739,534.54	2,090,150.51	2,608,882.84	2,600,954.49
所有者权益合计	1,294,636.00	1,936,019.13	2,042,876.00	2,043,255.82
利息支出	66,555.05	62,091.82	78,676.39	--
营业总收入	575.76	237.97	25.71	0.00
经营性业务利润	-71,807.65	-66,728.22	-69,540.68	-20,260.30
投资收益	106,291.60	117,175.88	130,284.40	7,863.15
净利润	41,565.77	53,081.98	61,540.76	-11,019.45
EBIT	101,222.62	116,148.78	140,681.59	--
EBITDA	101,462.53	116,696.37	141,404.58	--
经营活动产生的现金流量净额	-8,772.06	-7,909.24	2,205.45	-3,801.03
投资活动产生的现金流量净额	70,545.44	-209,512.31	-195,378.92	7,336.27
筹资活动产生的现金流量净额	-103,800.28	215,232.97	431,763.37	-26,631.54
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	61.76	68.53	-192.51	--
期间费用率(%)	12,391.34	27,998.66	268,938.97	--
EBIT 利润率(%)	17,580.59	48,807.19	547,173.94	--
总资产收益率(%)	3.34	3.29	3.24	--
流动比率(X)	0.10	0.30	0.33	0.50
速动比率(X)	0.10	0.30	0.33	0.50
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	8.16	--
资产负债率(%)	57.33	51.91	56.08	56.00
总资本化比率(%)	58.74	51.44	55.75	55.71
短期债务/总债务(%)	58.10	50.14	39.02	25.64
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.04	-0.03	-0.03	-0.01*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.07	-0.06	-0.08	-0.02*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.13	-0.13	0.03	--
总债务/EBITDA(X)	18.17	17.57	18.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.11	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.52	1.88	1.80	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.52	1.87	1.79	--
FFO/总债务(%)	-4.12	-3.10	-2.99	--

注：1、2023 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、其他非流动负债及长期应付款中的带息债务；3、“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理。

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/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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	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+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn