



广州发展集团股份有限公司 公司债 2024 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[2024]跟踪 0527 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 7 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州发展集团股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 穗发 01”、“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）所处良好的区域经济环境对公司发展形成有力支撑、多业务板块协同发展且在区域内保持突出的规模优势和重要的战略地位、盈利及获现水平较强以及较好的财务弹性等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到公司装机结构以火电机组为主、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可能对公司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。	
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对公司发展形成有力支撑
- 电力、能源物流和燃气业务协同发展，抵御单一行业风险能力较强，且在区域内均保持突出的规模优势和重要的战略地位
- 2023年以来，在上网电量持续增加、煤炭采购价格下降、天然气售价提升以及海外长协LNG陆续供气等因素的综合影响下，公司盈利能力持续增强，经营获现保持较好水平
- 内部流动性良好，与银行保持良好的合作关系，可使用授信充足，且为A股上市公司，财务弹性良好

关 注

- 装机结构以火电机组为主，燃料价格以及电力行业政策的变化对公司的盈利能力影响较大
- 在建和拟建项目投资需求不断增加导致债务规模持续上升，面临一定投资压力

项目负责人：盛 蕾 lsheng@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

广州发展（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	588.63	619.94	740.14	756.41
所有者权益合计（亿元）	270.33	265.56	281.53	288.09
总负债（亿元）	318.31	354.39	458.61	468.32
总债务（亿元）	244.03	277.43	349.29	355.74
营业总收入（亿元）	379.53	479.10	467.97	106.94
净利润（亿元）	-1.02	11.71	18.65	4.62
EBIT（亿元）	4.11	22.74	31.72	--
EBITDA（亿元）	19.25	39.05	50.31	--
经营活动净现金流（亿元）	20.93	37.40	28.63	7.08
营业毛利率(%)	4.03	7.51	10.78	10.65
总资产收益率(%)	0.80	3.76	4.66	--
EBIT 利润率(%)	1.08	4.75	6.78	--
资产负债率(%)	54.08	57.16	61.96	61.91
总资本化比率(%)	47.44	51.09	55.37	55.25
总债务/EBITDA(X)	12.68	7.10	6.94	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.31	4.75	5.45	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.09	0.11	--

注：1、中诚信国际根据广州发展提供的其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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了当年审计报告期末数；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；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债中的带息债务。

同行业比较（2023 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 (%)
新天绿色能源	641.99	139.34	790.17	202.82	27.34	25.02	66.16
天津能源	184.60*	54.15*	582.77	195.89	0.12	5.66	65.95
广州发展	930.78	224.36	740.14	467.97	18.65	10.78	61.96

中诚信国际认为，广州发展与行业内可比企业均拥有较为多元的业务布局，且可控装机容量、上网电量及营业收入均高于可比企业，以火电为主、新能源为辅的电源结构使得广州发展的盈利能力处于中等水平，财务杠杆低于可比企业。

注：“新天绿色能源”为“新天绿色能源股份有限公司”简称；“天津能源”为“天津能源投资集团有限公司”简称；带“*”为 2022 年数据。资料来源：公开资料，中诚信国际整理

本次跟踪情况

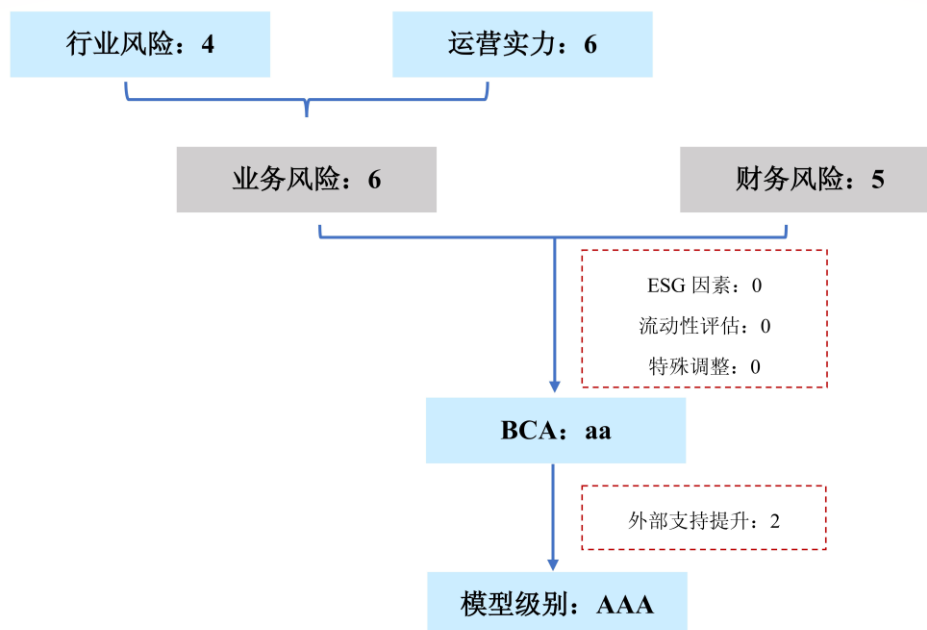
债项简称	本次债项评级 结果	上次债项评级 结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 穗发 01	AAA	AAA	2023/6/8 至本报告出具日	15/2.90	2021/05/13~2026/05/13 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回
21 穗发 02	AAA	AAA	2023/6/8 至本报告出具日	10/10	2021/06/28~2026/06/28 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回
22 穗发 01	AAA	AAA	2023/6/8 至本报告出具日	10/10	2022/05/27~2027/05/27 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回,资信维持承诺,负面事项救济措施
22 穗发 02	AAA	AAA	2023/6/8 至本报告出具日	15/15	2022/08/26~2027/08/26 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回,资信维持承诺,负面事项救济措施

注：债券余额为截至本报告出具日数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
广州发展	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/6/8 至本报告出具日

● 评级模型

广州发展集团股份有限公司评级模型打分(C150000_2024_05_2024_01)



注：

调整项： 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持： 广州发展作为广州市属唯一从事能源行业的国有控股上市公司，战略地位显著。同时，广州市人民政府（以下简称“广州市政府”）的经营实力和资源协调能力很强，对公司具有很强的支持意愿，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望,2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，广州发展作为广州市属唯一从事能源行业的国有控股上市公司，战略地位显著。近年来，公司电力装机容量不断提升，煤炭贸易规模逐渐扩大，天然气业务持续稳健发展，形成了煤、气、电联营的产业链，对企业信用实力提供有力支撑。

2023 年以来，公司产权结构和经营战略无较大变化，两会一层存在部分变动，但未对其正常生产运营产生影响，截至本报告出具日，公司治理结构完整。

截至 2024 年 3 月末，公司控股股东为广州产业投资控股集团有限公司（以下简称“广州产投”），与其全资子公司广州产发企业发展有限公司合计持有公司 57.91%股份；实际控制人为广州市政府，授权广州市人民政府国有资产监督管理委员会代为履行股东职责。广州产投代表广州市政府

持有公司股权，不实际参与公司的经营管理。2023 年 12 月，公司董事会及监事会进行换届，部分董事和监事成员发生变动¹，截至报告出具日，公司治理结构完整。跟踪期内，公司的收购事项主要为收购新能源股权，公司一直坚持建设绿色低碳综合智慧能源企业的战略目标，经营方向未发生较大变化。

跟踪期内，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，考虑到所处发达的区域经济及旺盛的用电需求，公司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。需持续关注燃料价格及电力市场政策变化对公司经营产生的影响。

2023 年以来，随着广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源²、明珠能源站及新能源项目的建成投产，公司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 2024 年 3 月末，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；60 万千瓦及以上的装机占比为 46.88%，机组质量同比提高。公司火电机组主要集中在粤港澳大湾区电力负荷中心，且分布于广州市的装机占比较高。2023 年，广东省 GDP 同比增长 4.8%至 135,673.16 亿元，发电量 6,718.6 亿千瓦时，同比增长 9.5%，全社会用电量 8,502.47 亿千瓦时，同比增长 8.0%，是全国首个用电量突破 8,000 亿千瓦时大关的省份。整体来看，广东省经济繁荣、用电需求旺盛，区域发展的电力缺口可为公司的业务发展及机组运营效率提供强有力的支撑与保障。

表 1：近年来公司装机结构情况（万千瓦）

指标	2021	2022	2023	2024.3
控股装机容量	581.86	640.59	930.78	940.07
其中：火电（含天然气及生物质）	403.45	403.45	530.25	530.25
风电	99.62	115.07	224.76	224.76
光伏	78.79	122.07	175.78	185.06
风电及光伏占比	30.66%	37.02%	43.03%	43.59%

注：尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，受益于广东省用电需求的提升以及发电能力的增强，公司各电源品种发电量和上网电量均同比上升。2023 年火电顶峰出力需求增加等因素推升公司火电机组利用小时同比增长；新能源投运区域自然资源变化、限电情况变化等因素使得公司风电机组利用小时有所提升，光伏机组利用小时同比微降。电价方面，2023 年特别是 10 月末以来燃煤价格有所回落，煤电价格联动下，公司火电平均上网电价出现小幅下降。在电力市场化交易程度加深、新能源装机快速增长等背景下，国家出台煤电容量电价政策³并于 2024 年 1 月 1 日开始施行，广东省结合自身实际，参考煤电容量电价机制，同步实施气电容量电价机制⁴，公司煤电及气电机组盈利空间将得以部分

¹ 2023 年 12 月，公司 2 位非独立董事、2 位独立董事及 1 位监事经选举上任，1 位董事、3 位独立董事及 1 位监事由于换届离任。

² 广州珠江 LNG 电厂二期骨干支撑调峰电源项目建设两套 600 兆瓦（H 级）燃气-蒸汽联合循环机组，分别于 2023 年 10 月及 2023 年 12 月投入商运。

³ 国家发展改革委及国家能源局为加快推进电能市场、容量市场、辅助服务市场等高效协同的电力市场体系建设，逐步构建有效反映各类电源电量价值和容量价值的两部制电价机制，其中电量电价通过市场化方式形成，灵敏反映电力市场供需、燃料成本变化等情况；煤电容量电价按照回收煤电机组一定比例固定成本的方式确定。其中，用于计算容量电价的煤电机组固定成本实行全国统一标准，为每年每千瓦 330 元；通过容量电价回收的固定成本比例，综合考虑各地电力系统需要、煤电功能转型情况等因素确定，2024~2025 年多数地方为 30%左右，部分煤电功能转型较快的地方适当高一些，为 50%左右。2026 年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于 50%，该政策自 2024 年 1 月 1 日起执行。

⁴ 2023 年 12 月广东省发展和改革委员会官网发布《广东省发展改革委 广东省能源局 国家能源局南方监管局关于我省煤电气电容量电价机制

保障，但未来仍需关注燃料价格及电价水平变化对机组盈利带来的影响。此外，受益于高性能机组的投运及持续的技术改造，公司供电煤耗水平持续下降。

表 2：近年来公司电力业务主要生产指标

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
发电量（亿千瓦时）	215.76	201.11	236.42	58.75
其中：火电	188.01	167.32	189.58	41.38
风电	19.88	24.55	33.02	14.17
光伏	7.87	9.24	13.82	3.20
上网电量（亿千瓦时）	204.47	190.58	224.36	56.25
其中：火电	177.31	157.52	178.53	39.28
风电	19.36	23.90	32.13	13.79
光伏（售电量）	7.80	9.16	13.71	3.18
市场化交易电量（亿千瓦时）	143.18	156.69	197.08	41.52
平均利用小时数（小时）	--	--	--	--
其中：火电	4,660	4,147	4,496	755.61
风电	2,468	2,136	2,205	630.07
光伏	1,159	1,087	1,055	176.85
平均上网电价（含税，元/千瓦时）	--	--	--	--
其中：火电	0.4514	0.5380	0.5369	0.5369
风电	0.5778	0.5766	0.5237	0.4812
光伏	0.6075	0.5735	0.5242	0.5214
供电煤耗（克/千瓦时）	306.43	306.77	304.81	298.12

注：公司光伏电量部分自用，余电上网；尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供及公司公告，中诚信国际整理

公司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”）⁵负责，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，通过集采能够较好地实现规模效应和成本控制。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 2024 年 3 月末，同发东周窑剩余煤炭资源储量约为 13.5 亿吨，2023 年销售商品煤 447 万吨，优先供给珠电燃料公司。跟踪期内，国家原煤产量处于较高水平，海外煤炭供需趋于宽松及进口政策变动使得进口煤量形成有效补充，推动煤炭市场价格波动回落，叠加公司提高长协煤兑现率及精准配煤掺烧，共同推动公司入厂标煤单价同比下降。

另外，2023 年，公司售电业务稳步推进，下属电力销售公司全年在广东电力市场签约总电量约 57 亿千瓦时。

跟踪期内，公司积极拓展能源物流业务，推动市场煤销售量持续增加，且已具备一定战略地位。

公司能源物流业务的运营主体为全资子公司能源物流集团，主要业务为煤炭贸易。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。能源物流集团是广东省最大的煤炭储备基地之一，除了公司内部煤炭集采外，能源物流集团的业务遍布全国 18 个省市，销售市场覆盖国内主要经济发达地区及海外地区。2023 年以来，能源物流集团不断扩大国内电煤终端市场份额，积极拓展海外

有关事项的通知》（以下简称《通知》）。《通知》提出，在落实国家煤电容量电价机制的同时，结合广东省实际，参考煤电容量电价机制，同步实施气电容量电价机制。价格为每年每千瓦 100 元（含税），自 2024 年 1 月 1 日起实施，后续根据实际情况适时调整。

⁵ 珠电燃料公司是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。

贸易，强化储销渠道建设，充分发挥纵向一体化产业链优势，2023 年市场煤销售量同比增加 14.20%。中诚信国际持续关注煤炭市场价格变化对能源物流业务收入的影响。

此外，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，其拥有 67 万立方米大型油库及配套 8 万吨级石油化工专业码头，为华南地区甲醇集散中心，是海关高级认证企业、郑州商品交易所指定交割油库。2023 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 3：近年来公司能源物流业务情况

指标	2021	2022	2023
市场煤销售量（万吨）	2,657.63	3,058.00	3,492.14
油库租赁量（万立方米）	582	418	286

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

燃气业务保持区域垄断优势。2023 年以来，受益于海外 LNG 长协陆续供气及其贸易规模的持续拓展，LNG 销售量同比大幅增加，管道气销售量保持稳健增长态势。

公司燃气业务的运营主体为全资子公司燃气集团，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。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 2024 年 3 月末，公司燃气管网长度已达 7,536.36 公里（不含盘立管），燃气用户约 238 万户。

采购渠道方面，燃气集团签订了海外购气合同⁶，并分别与中国海洋石油集团有限公司签署 5 年长期协合同、与中国石油化工股份有限公司签署年度合同，开拓了多路长期稳定的上游气源。根据公司公告，截至 2023 年 11 月，其已签署的 LNG 长协合同量为 246 万吨/年，正在执行的年长协气量为 146 万吨；同时，公司还参股广东大鹏液化天然气有限公司及广东珠海金湾液化天然气有限公司等区域接收站为公司在 LNG 的供应链形成战略部署。另外，广州 LNG 应急调峰气源站一期项目⁷已于 2023 年 8 月全面投产，进一步提升公司的 LNG 仓储容量。整体来看，燃气集团持有相对充裕的长协气源与仓储容量，气源稳定性较强。

2023 年以来，管道燃气销售量保持稳健的增长态势；受益于签订的 LNG 海外长协陆续供气及其下游客户的持续拓展，LNG 销售量同比大幅增加⁸。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，为协调管道燃气气源价格和采购成本，广州发改委每半年一次调整非居民管道燃气售价⁹，一定程度上有助于缓解燃气集团的成本压力。

⁶ 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”）签订长期购气协议。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油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，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指数挂钩的公式；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指数挂钩的公式。

⁷ 2023 年 8 月，广州 LNG 应急调峰气源站一期项目投运，储气能力为 32 万立方米，可满足广州市 10 天应急保障需要，二期项目正在规划中。

⁸ 此外，公司 2024 年一季度天然气代输气量为 3.85 亿立方米，因代输广州恒运企业集团股份有限公司所需的天然气同比增长 4.88%。

⁹ 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；2023 年 7 月，广州市发改委发布“广州市发展和改革委员会关于 2023 年第二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”，非居民管道燃气销售价最高限价继续按 4.60 元/立方米执行，下浮不限，执行期为 2023 年 7 月 20 日至 2024 年 1 月 19 日；2024 年 1 月，

表 4：近年来公司燃气销售情况（亿立方米）

指标	2021	2022	2023	2024.1~3
天然气销售总量	20.73	20.35	29.33	7.77
其中：管道燃气销售量	14.79	15.20	15.67	5.24
LNG 销售量	5.94	5.15	13.66	2.53

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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 2024 年 3 月末，公司在建项目以天然气和气电项目为主，待未来全部投运后，经营实力将进一步增强。根据公司年报披露，2024 年资本性支出计划为 83.45 亿元，其中股权投资支出计划 37.87 亿元，新扩建项目支出计划为 43.10 亿元¹⁰，技术改造支出计划为 1.36 亿元，固定/无形资产购置支出计划为 1.13 亿元。整体来看，公司面临一定的投资压力。

表 5：截至 2024 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	2024 年预计投资额	2025 年预计投资额	预计完成时间	持股比例
广州市天然气利用工程四期	44.20	34.72	0.50	--	2024 年	100%
广州增城旺隆气电替代工程项目	25.13	0.09	5.00	10.00	2025 年	100%
广州金融城起步区综合能源项目	13.48	1.22	0.24	2.00	2026 年 12 月	70%
广州金融城东区集中供冷系统	8.62	-	0.50	1.00	2030 年 12 月	70%
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	4.40	0.86	--	2023 年 8 月	100%
合计	98.34	40.43	7.10	13.00	--	--

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，公司盈利能力大幅提升，经营获现保持较好水平，虽然债务规模持续上升，但整体偿债指标有所改善，财务政策较为稳健。同时，凭借其良好的内部流动性及较强的外部融资能力可顺利实现到期债务的续接。

盈利能力

2023 年，受煤炭市场价格下降影响，能源物流业务收入下滑使得公司整体收入规模同比减少。但煤价回落叠加上网电量增加、天然气售价提升等因素，推动公司营业毛利率同比提升。虽然期间费用率小幅上升，但经营性业务盈利能力表现较好，同时，对广州市属国企、上市公司及有限合伙基金等投资获得的投资收益亦对利润形成一定补充，综合使得公司各项盈利指标均同比提升。此外，2023 年，公司对友和道通航空有限公司及陕西中大力鼎科技有限公司等新增计提 1.51 亿元信用减值损失¹¹。2024 年一季度，公司营业总收入规模同比上升 6.09%，营业毛利率表现相对稳定。

资产质量

2023 年以来，公司持续的建设投入以及经营积累推动以固定资产及在建工程为主的资产规模不

广州市发改委发布“广州市发展和改革委员会关于 2024 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 2024 年 1 月 20 日起，非居民管道燃气销售最高限价为 4.58 元/立方米，下浮不限，执行期为 2024 年 1 月 20 日至 2024 年 7 月 19 日。

¹⁰ 2024 年新扩建项目支出中，拟建新能源项目预计投资 15 亿元。

¹¹ 公司对友和道通航空有限公司应收账款余额为 2.01 亿元，截至 2023 年末，其账龄在三年以上，近年来持续对其计提减值，当年末减值计提比例为 92.10%；公司对陕西中大力鼎科技有限公司应收账款余额为 0.58 亿元，截至 2023 年末，其账龄在 2~3 年，已全部计提减值。

断扩大。其中，货币资金规模小幅上升，截至 2024 年 3 月末，受限货币资金为 0.15 亿元，规模很小，主要系票据保证金等；应收账款呈上升态势，主要系应收电费及应收可再生能源补贴款，同期末，公司尚未到位的可再生能源补贴款为 15.26 亿元，对资金形成一定占用。

债务方面，固定资产投资需求的增加使得公司债务规模不断增加，主要以银行贷款及债券融资为主，债务构成和期限分布较为合理。权益方面，2023 年以来，公司资本实力不断增强，但债务上升的幅度较大，导致总资本化比率依然整体上升，但仍处于同行业较优水平。另外，近年来公司保持一定分红规模¹²，对利润积累形成一定压力。

现金流及偿债情况

2023 年，能源物流业务收入的降低及支付各项税费的增加使得公司经营活动净现金流有所下降，但仍呈良好水平；固定资产投资保持一定规模，但收回投资收到的现金下降导致投资活动现金缺口加大，故公司筹资规模扩大以形成支撑。2024 年一季度，公司继续保持较大的投资支出力度。偿债指标方面，2023 年以来，得益于公司较强的盈利及获现能力，各项偿债指标均有所提升，整体偿债能力保持较好水平。

截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得的银行综合授信额度为 845.60 亿元，其中尚未使用的授信额度为 562.09 亿元，备用流动性较为充足。资金管理方面，公司设立财务公司，将下属各单位的资金进行归集，且 2023 年设立了具体的框架制度和指导性意见，集中度进一步提高。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2021	2022	2023	2024.1~3
电力业务	78.82	83.21	96.58	20.68
能源物流业务	226.17	303.49	253.58	56.53
燃气业务	54.04	69.45	89.67	22.06
新能源业务	14.18	17.19	21.84	7.42
其他业务	6.32	5.76	6.30	0.25
营业总收入	379.53	479.10	467.97	106.94
毛利率	2021	2022	2023	2024.1~3
电力业务	-9.80	7.32	17.43	6.39
能源物流业务	4.17	2.45	2.24	2.14
燃气业务	4.25	14.13	15.14	19.66
新能源业务	64.06	61.61	57.58	59.31
营业毛利率	4.03	7.51	10.78	10.65

注：业务分类口径较此前报告有所调整；其他业务包含房产租赁、融资租赁及利息收入等其他业务。

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率(%)	5.87	4.78	5.42	5.76
经营性业务利润	-6.10	13.02	24.80	5.15
投资收益	2.50	1.76	1.11	0.69
信用减值损失	-0.21	0.12	-1.51	0.04
利润总额	-3.49	14.76	23.17	5.80
EBITDA	19.25	39.05	50.31	--
总资产收益率(%)	0.70	3.76	4.66	--
货币资金	61.25	38.98	40.70	41.53

¹² 2021~2023 年，公司对股东的利润分配分别为 4.53 元、3.51 亿元及 7.01 亿元。

应收账款	25.99	31.88	38.97	38.09
固定资产	204.10	228.82	345.68	374.40
在建工程	27.97	56.00	59.41	38.37
资产总计	588.63	619.94	740.14	756.41
非流动资产/资产总额(%)	70.87	76.46	79.20	78.92
总债务	244.03	277.43	349.29	355.74
短期债务/总债务(%)	35.82	38.09	27.16	26.35
所有者权益合计	270.33	265.56	281.53	288.09
总资本化比率(%)	47.44	51.09	55.37	55.25
经营活动产生的现金流量净额	20.93	37.40	28.63	7.08
投资活动产生的现金流量净额	-44.90	-53.87	-65.17	-11.77
筹资活动产生的现金流量净额	88.75	-8.40	28.36	2.51
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.31	4.75	5.45	--
总债务/EBITDA(X)	12.68	7.10	6.94	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.09	0.11	--
非受限货币资金/短期债务(X)	0.69	0.36	0.43	0.44

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

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 26.37 亿元，主要系用于借款及融资租赁抵押的固定资产和在建工程，受限比例较低。

截至 2024 年 3 月末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项；无对外担保事项。

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，2021~2024 年 4 月 30 日，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。

假设与预测¹³

假设

——广州发展的在建项目如期推进，发电资产按计划投运。

——2024 年，广州发展按照生产经营计划推进，上网电量与上年基本持平，平均电价有所增加；煤炭销售及燃气销售规模继续扩大。

——2024 年，燃料采购价格有所下降。

——2024 年，广州发展按照投资计划进行资本支出，仍有一定的资金需求。

¹³ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	51.09	55.37	55.48~61.33
总债务/EBITDA(X)	7.10	6.94	7.14~7.89

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG¹⁴表现方面，广州发展持续加大对清洁能源的投入，新能源装机占比不断提升，且持续对机组进行灵活性和节能降碳改造，注重安全生产，并积极履行作为广州市头部电力上市企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现水平较好，合并口径货币资金储备较高且授信额度充裕，同时，公司为 A 股上市公司，且债务融资工具发行顺畅，直接融资渠道畅通。此外，公司还持有一定优质广州市属上市公司股票且未进行质押融资及变现，流动性保障较强。公司资金流出主要用于债务的还本付息以及电力和燃气管网等资产的投资支出，资金平衡状况很好。综合来看，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动性需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

广州发展的实控人广州市政府财政实力很强，对公司具有很强的支持能力。同时，公司战略地位重要，亦能够获得很高的支持意愿。

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，广州市政府的经营实力和资源协调能力很强。公司作为广州市最大的电力上市公司、国家电煤重点保供贸易企业和城市燃气高压管网建设和购销的主体，承担保障地方能源供应以及社会经济运行稳定的重要角色，战略地位重要，能够获得广州市政府很高的支持意愿。跟踪期内，广州市政府主要通过政策及资源协调等方式对公司提供支持。

跟踪债券信用分析

“21 穗发 01”、“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”募集资金分别为 15 亿元、10 亿元、10 亿元和 15 亿元，募集资金用途均为偿还公司有息债务，截至目前，均已按用途使用完毕。

“21 穗发 01”、“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”均设置票面利率调整选择权、公司赎回选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，公司针对“21 穗发 01”行使票面利率调整权，投资者行使回售选择权，该债券余额为 2.90 亿元；“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”分别将于 2024 年 6 月、2025 年 5 月和 2025 年 8 月进入票面利率调整期，届时公司有权行使赎回选择权，同时投资者有权行使回售选择权。整体来看，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“21 穗发 01”、“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”均未设置担保增信措施，债券信用

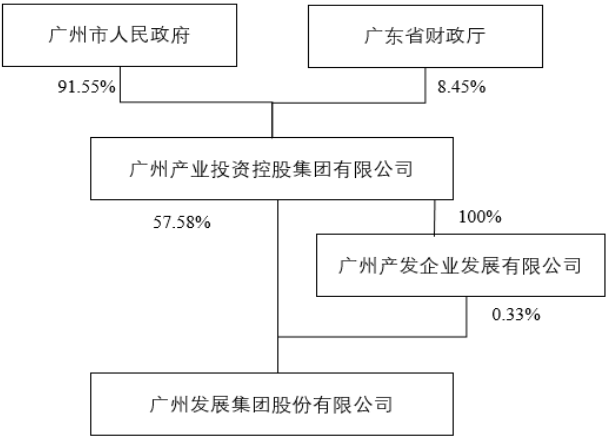
¹⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持广州市电力行业龙头地位，多元化板块有助于分散风险，盈利和经营获现水平较强，流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，存在一定集中到期压力，但公司目前债券融资渠道畅通，接续压力不大，目前跟踪债券信用风险极低。

评级结论

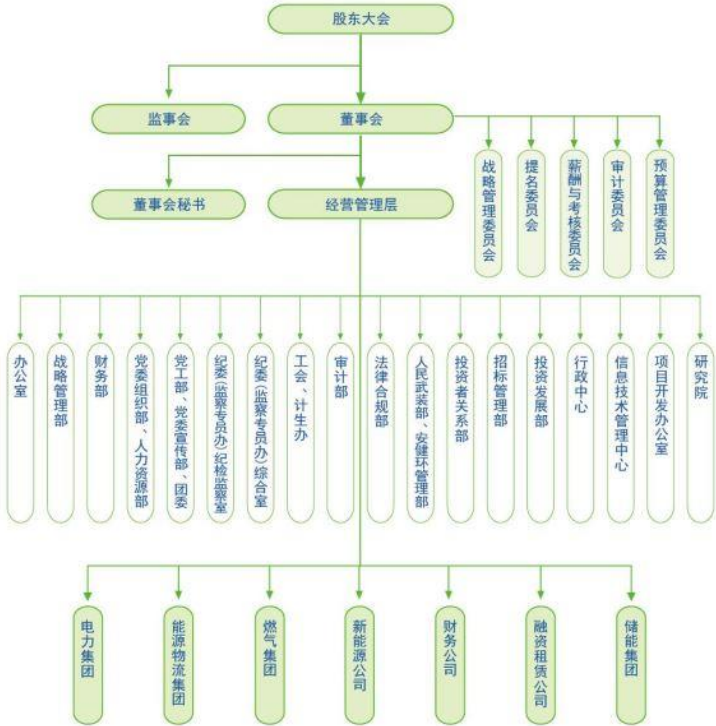
综上所述，中诚信国际维持广州发展集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 穗发 01”、“21 穗发 02”、“22 穗发 01”及“22 穗发 02”的信用等级为 **AAA**。

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 2024 年 3 月末）



全称	简称	合计持股比例	2024 年 3 月末（亿元）		2023 年（亿元）	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
广州发展新能源集团股份有限公司	新能源公司	100%	271.11	57.20	21.69	6.18
广州燃气集团有限公司	燃气集团	100%	119.31	41.20	63.54	0.81
广州发展电力集团有限公司	电力集团	100%	220.47	82.30	82.22	4.58
广州发展能源物流集团有限公司	能源物流集团	100%	63.33	25.17	300.03	-1.23

注：“广州发展新能源集团股份有限公司”曾用名“广州发展新能源股份有限公司”



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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	612,457.83	389,832.62	407,016.49	415,265.68
应收账款	259,919.78	318,796.53	389,733.76	380,876.44
其他应收款	26,819.81	31,045.89	31,794.66	32,183.91
存货	167,336.08	149,935.23	168,719.56	219,132.94
长期投资	966,892.52	956,687.26	1,009,213.93	1,035,732.14
固定资产	2,040,972.01	2,288,162.46	3,456,841.18	3,743,990.77
在建工程	279,744.14	560,021.74	594,102.74	383,664.91
无形资产	220,319.27	223,106.65	228,847.77	226,440.11
资产总计	5,886,327.54	6,199,449.70	7,401,405.06	7,564,097.80
其他应付款	47,568.31	78,600.23	111,879.83	112,739.88
短期债务	874,201.28	1,056,614.42	948,566.81	937,544.45
长期债务	1,566,106.72	1,717,707.62	2,544,350.62	2,619,869.36
总债务	2,440,308.00	2,774,322.04	3,492,917.43	3,557,413.81
净债务	1,839,448.01	2,390,097.25	3,089,397.14	3,143,657.90
负债合计	3,183,075.74	3,543,852.57	4,586,062.49	4,683,191.17
所有者权益合计	2,703,251.80	2,655,597.13	2,815,342.57	2,880,906.62
利息支出	83,225.56	82,167.04	92,243.24	--
营业总收入	3,795,257.33	4,790,977.38	4,679,738.99	1,069,440.89
经营性业务利润	-60,967.62	130,156.18	247,982.37	51,508.83
投资收益	24,957.53	17,606.81	11,135.05	6,949.94
净利润	-10,227.61	117,097.36	186,515.47	46,167.84
EBIT	41,064.06	227,427.22	317,201.07	--
EBITDA	192,466.66	390,537.83	503,082.22	--
经营活动产生的现金流量净额	209,339.89	374,005.97	286,303.65	70,818.34
投资活动产生的现金流量净额	-448,996.96	-538,681.83	-651,668.75	-117,694.18
筹资活动产生的现金流量净额	887,475.06	-83,994.68	283,626.77	25,103.82
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	4.03	7.51	10.78	10.65
期间费用率(%)	5.87	4.78	5.42	5.76
EBIT 利润率(%)	1.08	4.75	6.78	--
总资产收益率(%)	0.70	3.76	4.66	--
流动比率(X)	1.15	0.85	0.81	0.82
速动比率(X)	1.04	0.76	0.72	0.71
存货周转率(X)	21.73	27.90	26.18	19.69*
应收账款周转率(X)	14.58	16.54	13.20	11.09*
资产负债率(%)	54.08	57.16	61.96	61.91
总资本化比率(%)	47.44	51.09	55.37	55.25
短期债务/总债务(%)	35.82	38.09	27.16	26.35
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.11	0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.15	0.29	0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.52	4.55	3.10	--
总债务/EBITDA(X)	12.68	7.10	6.94	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.37	0.53	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.31	4.75	5.45	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.49	2.77	3.44	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.09	0.11	--

注：1、2024 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。

附三：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。

附四：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