



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪109号

广州发展集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州发展集团股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一三年六月四日

广州发展集团股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2013）

发行主体	广州发展集团股份有限公司		
发行规模	人民币 23.5 亿元		
存续期限	7 年期（2012/6/25-2019/6/25），附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。		
上次评级时间	2012/11/12		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

2012 年，广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”）非公开发行 A 股股票及收购控股股东经营性资产工作完成，广州发展集团有限公司（以下简称“发展集团”或“集团”）实现整体上市，公司成为以电力、燃料和燃气为三大核心产业的综合能源供应商，业务规模及整体盈利能力大幅提升，资本实力进一步增强。从 2012 年各项主营业务的运营表现来看，受益于新增机组投产以及煤炭价格回落，公司发电量和上网电量保持增长，电力业务盈利能力回升；公司煤炭销量稳步提升，市场占有率保持领先地位；广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）的注入使得公司燃气业务资产和经营规模迅速壮大，区域垄断地位明显，未来业务发展前景良好。与此同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到宏观经济增长放缓导致下游用电需求下降、电煤价格波动、未来资本支出压力较大对公司经营及整体信用状况的影响。

中诚信证评维持“广州发展集团股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AAA，维持发行主体广州发展主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。

正面

- 非公开发行成功完成。2012 年，公司非公开发行 A 股股票及收购控股股东经营性资产工作完成，集团实现整体上市。随着燃气集团的注入，公司成为以电力、燃料和燃气为三大核心产业的综合能源供应商，业务规模及盈利能力大幅提升，资本实力进一步增强。
- 公司发电量和上网电量保持增长，电力业务盈利能力好转。虽然广东省电力需求有所下降，对电厂经营产生一定影响，但受益于新增机组投产以及煤炭价格回落，公司发电量和上网电量保持增长，电力业务盈利能力回升。公司煤炭销量稳步提升，市场占有率保持领先地位。2012 年，在煤炭市场景气度下滑的情况下，公司大力开拓市场，全年累计销售煤炭

概况数据

广州发展	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	117.78	146.21	159.16	162.33
总资产（亿元）	173.10	267.26	326.92	332.02
总债务（亿元）	44.91	96.92	130.09	126.75
营业收入（亿元）	88.59	132.41	151.64	35.69
营业毛利率（%）	16.63	13.45	16.65	18.50
EBITDA（亿元）	19.28	21.19	29.82	-
所有者权益收益率（%）	9.08	5.35	7.36	6.63*
资产负债率（%）	31.96	45.29	51.31	51.11
总债务/EBITDA（X）	2.33	4.57	4.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	12.45	4.64	4.51	-

注：1、2010年和2011年财务数据分别采用2011年和2012年年报中的期初重述数据，2012年财务数据采用2012年年报中的年末数据；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、带“*”数据为已经年化处理。

4、公司2012年第二次临时股东大会审议通过了《关于公司更名及修改公司<章程>的议案》：公司原名“广州发展实业控股集团股份有限公司”，现更名为“广州发展集团股份有限公司”，本次更名已于2012年9月13日取得广州市工商管理局批准，并于2012年9月18日公告变更。

分析师

赵晶婧 jjzhao@ccxr.com.cn

肖鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年6月4日

1,356 万吨，同比增长 16.1%，其中市场煤销售量为 866.97 万吨，市场煤的市场占有率持续保持珠三角领先地位。

- 公司燃气业务资产和经营规模迅速壮大。燃气集团注入后，公司燃气业务资产和经营规模迅速壮大，售气量大幅增加，用户结构逐步优化，区域垄断地位明显。2012 年，公司销售管道天然气达 7.6 亿立方米，同比增长 25%。

关 注

- 广东省经济增速放缓，用电需求下滑。2012 年以来广东省经济放缓，导致电力需求增速下滑，火电需求量相应有所下降，对省内火电企业的业务运营构成一定负面影响。
- 煤炭价格波动。公司电源结构以火电为主，对电煤价格的波动敏感，未来电煤价格的走势仍将是影响火电企业盈利水平的关键因素。
- 未来资本支出压力较大。根据公司战略规划，未来公司将大力发展以电力、燃料、燃气为核心业务的三大产业，积极向上下游延伸，公司仍将保持较高的资金投入，因此资本支出压力较大。

募集资金使用情况

2012年6月4日,中国证券监督管理委员会证监许可[2012]753号,核准公司向社会公开发行面值不超过47亿元的公司债券。2012年6月25日,公司以4.74%的票面利率公开发行公司债券(第一期)23.5亿元,期限为7年期(2012年6月25日至2019年6月25日),附第5年末发行人赎回选择权、发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至2012年12月31日,公司已按照《广州发展实业控股集团股份有限公司公开发行2012年公司债券(第一期)募集说明书》中的规定用途,将其中7.5亿元用于偿还公司控股子公司于2012年底前到期的银行贷款,剩余部分中已累计使用约7.5亿元补充公司运营资金。

重大事项

公司非公开发行A股股票及收购控股股东经营性资产工作完成,广州发展集团有限公司实现主营业务的整体上市

2012年6月,公司完成A股股票非公开发行股票募集资金募集工作,募集股数6.83亿股,募集资金总额为43.85亿元。其中,发展集团以其拥有的燃气集团100%股权(评估值18.54亿元)参与认购;其他投资者以现金25.31亿元参与认购,所募资金主要用于投资珠海LNG项目(一期)、广州亚运城燃气配套项目、广州天然气利用三期西气东输项目、珠江电厂煤场环保技术改造工程,以及补充部分流动资金。此外,公司自筹现金23.23亿元收购发展集团持有的广州电力企业集团、南沙投资管理公司、发展新城投资公司100%股权,包括中电荔新2×33万千瓦热电联产项目(在建)、穗恒运18.35%股份、西村分布式能源站项目(筹建)和南沙产业园服务中心、发展中心等主业和相关资产,从而实现发展集团主营业务的整体上市。截至2012年12月31日,公司总资产达326.92亿元,净资产达159.16亿元,均较整体上市之前大幅提升。

表1: 公司通过非公开发行股票购买资产

项目	方式	股权	本次投资(亿元)
燃气集团	非公开发行购买	100%	18.54
广州珠海LNG项目一期工程	非公开发行购买	25%	7.32
广州亚运城项目燃气配套工程项目	非公开发行购买	100%	4.58
广州市天然气利用工程三期项目	非公开发行购买	100%	6.84
珠江电厂煤场环保技改项目	非公开发行购买	100%	3.57

资料来源:公司公告,中诚信证评整理

表2: 公司现金购买资产

项目 ¹	方式	股权	收购价格(亿元)
广电集团	现金购买	100%	10.59
新城投资	现金购买	100%	11.70
南沙投管	现金购买	100%	0.94

资料来源:公司公告,中诚信证评整理

整体看,通过集团整体上市,公司全面充实和完善以电力、燃料和燃气为三大核心产业的综合能源产业体系,形成统一的运作管理平台;同时也减少了其与集团之间的关联交易和同业竞争,建立了一体化的经营运作体制和健全规范的法人治理结构,为公司持续成长奠定了坚实的基础。

基本分析

广东省电力需求增速放缓,对公司电力业务产生一定影响;煤炭价格下跌,公司煤炭销售业面临一定经营压力,但同时缓解了公司火力发电的成本压力

广东省是我国经济大省,经济发展常年位于全国前列,地区生产总值连续24年排名全国第一。2012年,在美国失业率居高不下、欧债危机持续蔓延、新兴经济体经济增长放缓的情况下,政府积极实行稳增长、调结构的经济政策,广东省全年经济发展呈现稳中有升、增速放缓的特征。根据广东省统计信息网公开信息,2012年全省实现地区生产总值(GDP)57,067.92亿元,比上年增长8.2%。宏观经济增速放缓对广东省下游行业

¹ 广电集团、新城投资、南沙投管分别指广州电力企业集团有限公司、广州发展新城投资有限公司和广州发展南沙投资管理有限公司。

用电需求形成一定压力，全社会用电量为 4,619.41 亿千瓦小时，同比增长 5%，增速较上年下降 3.35 个百分点。受此影响，广东省发电量增速亦相应下降，全口径发电量为 3,593.24 亿千瓦小时，较上年仅增长 1.3%，省内电力供需缺口高达 1,026.17 亿千瓦时，西电东输占比大幅上升。

图1：2012年广东省内电力供求情况

单位：亿千瓦小时



资料来源：广东电网公司，中诚信证评整理

火力发电方面，2012 年受下游用电需求下滑及水电出力提升的影响，广东省火电利用小时下降明显，火电发电量仅 2,860.68 亿千瓦小时，同比减少 2.3%。

图2：2012年广东省内火力发电情况

单位：亿千瓦小时



资料来源：广东电网公司，中诚信证评整理

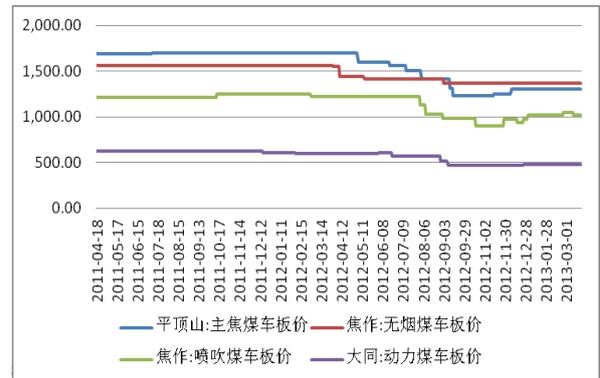
煤炭方面，2012 年国内宏观经济增速放缓导致主要耗煤行业产品产量增速明显下降，工业用电增速放缓，加之水电出力旺盛，使得火电利用小时下降，电厂存煤不断增加，对煤炭需求形成了较大压力。同时，受到全球经济低迷的影响，国际煤炭价格加速下跌，国内外煤炭价差扩大，使得 2012 年煤炭进口量迅速增长。根据我国海关

总署的数据，2012 年我国煤炭（含褐煤）进口量为 2.9 亿吨，同比增加了 29.8%，煤炭进口量的大幅提升挤压了国内煤炭的市场空间。总体来看，下游需求不振，加之进口煤炭量增加，社会库存快速上升，导致煤炭价格从 2012 年中期开始快速下滑，四季度以来虽

基本保持平稳，但与上一年同期相比仍有较大差距。

图3：国内主要煤炭产品价格

单位：元/吨



总体来看，公司电源结构仍以火电为主，火电供需形势及煤炭价格波动对公司收入、利润影响相对较大。2012 年以来广东省电力供需增速放缓，加之来水偏丰水电出力大幅增加，火电发电量有所下降，对公司电力业务经营构成一定负面影响。煤炭方面，受宏观经济增速放缓及固定资产投资增速下滑影响，煤炭需求下滑，煤价持续回落，公司煤炭销售业务面临一定经营压力，但在一定程度上缓解了公司火力发电的成本压力。

公司受益于新增机组的陆续投产，公司发电量和上网电量保持增长。目前公司电力业务在建、拟建项目顺利推进，未来其发电能力将进一步提升。

电力业务是广州发展主要收入和利润来源之一。公司控股电厂主要集中在珠江三角洲地区，主要以燃煤机组为主。

表3：公司主要参控股电厂情况

电厂	装机容量 (万千瓦)	权益比例	电源类型
珠江电力	2×30	50%	燃煤
东方电力	2×30	75%	燃煤
LNG 电厂	2×39	70%	天然气
沙角 B 电厂	2×35	35.23%	燃煤
恒益电厂	2×60	50%	燃煤
盘南电厂	4×60	16.50%	燃煤
汕尾电厂	2×60+2×66	25%	燃煤
都匀电厂	2×60	30%	燃煤
中电荔新	2×33	50%	热电联产

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2012 年，公司新增控制装机容量 66 万千瓦，权益装机容量达 386.58 万千瓦。受省内电力消费增长缓慢、西电东输大幅增加影响，公司下属珠江电力、东方电力、LNG 电厂、沙角 B 电厂、盘南电厂等主要电厂电量有所下降。不过，随着恒益电厂两台机组于 2012 年二季度全面投入运行，全年完成发电量 61.02 亿千瓦时，上网电量 57.52 亿千瓦时，同比分别增长 213.38% 和 211.76%；汕尾电厂四台机组于 2012 年全部投产，全年完成发电量 149.35 亿千瓦时、上网电量 140.52 亿千瓦时，同比分别增长 67.22% 和 67.37%；此外，广州新塘漂染工业环境保护综合治理项目（以下简称“中电荔新项目”）2×33 万千瓦“上大压小”热电联产工程实现双投，全年完成发电量 11.42 亿千瓦时，上网电量 10.65 亿千瓦时。受益于上述因素，公司电力业务发展稳定，2012 年公司控股电厂全年合计发电量 162.40 亿千瓦时，同比增长 37.00%；权益发电量 95.32 亿千瓦时，同比增长 30.86%。

2012 年，公司在建与拟建项目进展顺利。贵州国电都匀电厂 2×60 万千瓦“上大压小”异地改建工程项目建设进展顺利，#1 号机组于 2012 年 12 月 22 日顺利通过 168 小时满负荷试运行，#2 机组预计于 2013 年上半年通过 168 小时满负荷试运行。环保建材南沙 30 万立方米加气块生产线项目于 2012 年 8 月 28 日顺利通过试生产。珠江电厂 1×100 万千瓦“上大压小”超临界燃煤机组项目（以下简称“百万机组项目”）通过节能评估审查，待国家发改委核准。此外，肇庆电厂 2×60

万千瓦超临界燃煤发电机组项目（以下简称“肇庆电厂项目”）、广州珠江电厂燃气（LNG）蒸汽联合循环二期（2×390MW）扩建工程项目（以下简称“LNG 二期项目”）纳入广东省能源发展“十二五”规划。随着在建、拟建项目的运营投产，未来公司发电能力将进一步提升。

上网电价上调，加之电煤价格下降，公司电力业务经营效益回升

上网电价方面，公司下属电厂所发电量主要供应广东电网，并接受其统一调度。2012 年 7 月，公司收到广东省物价局《关于核定黄埔电厂 5、6 号机组等发电企业脱硝电价的批复》（粤价[2012]159 号），根据广东省物价局《关于提高燃煤电厂上网电价的通知》（粤价[2011]283 号）规定，广东省物价局决定从 2011 年 12 月 1 日起，对公司控股的广州珠江电力有限公司（广州珠江电厂 1-2 号机组）、广州东方电力有限公司（广州珠江电厂 3-4 号机组），公司参股的广州恒运企业集团股份有限公司属下广州恒运热电（D）厂有限责任公司、广州恒运热电（C）厂有限责任公司 6 号机组和 7 号机组的上网电价在原基础上增加 0.80 分/千瓦时（含税）的脱硝电价。

2012 年 8 月，公司收到广东省物价局《关于汕尾电厂 3、4 号机组脱硫电价问题的批复》（粤价[2012]178 号），从 2012 年 6 月 26 日起，汕尾电厂 3、4 号 2×66 万千瓦机组的上网电价在规定电价基础上增加 1.5 分/千瓦时（含税）的脱硫电价。

2012 年 8 月，公司收到广东省物价局《关于佛山市三水恒益电厂 2×600MW 发电机组脱硫电价问题的批复》（粤价[2012]185 号），从 2012 年 8 月 2 日起，恒益电厂 2×60 万千瓦机组的上网电价在规定电价基础上增加 1.5 分/千瓦时（含税）的脱硫电价。

2012 年 11 月，公司收到广东省物价局《关于核定佛山市三水恒益电厂 2×600MW 发电机组等脱硝电价的批复》（粤价[2012]247 号），从 2012 年 6 月 14 日起，汕尾电厂 3、4 号 2×66 万千瓦机组的上网电价在原基础上增加 0.8 分/千瓦

时（含税）的脱硝电价；从 2012 年 7 月 8 日起，恒益电厂 2×60 万千瓦机组的上网电价在原基础上增加 0.8 分/千瓦时（含税）的脱硝电价。

得益于国家的电价调整政策，加之煤炭价格的下跌，2012 年公司下属电厂电煤成本下降，经营效益明显回升。

表 4：截至 2013 年 3 月末公司主要电厂上网电价情况

上网电价（元/千瓦时）	
珠江电力	0.5092
东方电力	0.5486
珠江 LNG 电厂	0.5330
沙角 B 电厂	0.4918
恒益电厂	0.5290
汕尾电厂	0.5210(1、2 号机组)、 0.5290(3、4 号机组)
盘南电厂	0.3825
恒运热电(D)	0.5290
恒运热电(C)	0.5290(6 号机组)、0.5831(7 号机组)

资料来源：公司提供

公司全面布局广州地区分布式能源站项目，加快电力结构的优化和升级，但项目盈利能力尚存在不确定性

随着广东省经济的持续高速发展，城市用电量逐年提升，电力短缺情况在今后一定时期内仍将持续。同时，我国以煤电为主的电源结构受环保和节能减排压力越来越大，因此未来热电联产、分布式能源等低碳、高效的电源将成为改革的重点方向。

同时，为适应大型城市新能源供应模式的变革，公司全面布局广州地区分布式能源站项目。公司项目资源储备丰富，目前正在推进广州发展西村 2×18 万千瓦等级天然气—蒸汽联合循环冷热电三联供能源项目（简称“西村能源站项目”）的核准工作。同时，广州发展鳌头 2×1.5 万千瓦燃气热电联产分布式能源站项目（简称“从化鳌头项目”）已取得省发改委关于同意开展项目前期工作的复函；白云广药、花都空港商务区、高新区能源站等项目也获得区发改局的支持性文件，上报广州市发改委申请开展项目前期工作。

整体看，公司正全面介入热电联产及分布式能源业务，这将逐步优化和提升其电力业务结构。

根据《广州市热电联产和分布式能源站发展规划》，广州市区内规划建设 16 个区域式分布式能源站、33 个商贸及楼宇分布式能源站，该规划显示“十二五”期间，广东分布式能源将进入快速发展期。需要关注的是，由于目前广州市关于分布式能源站项目的税收优惠、气源价格和上网价格等方面的政策尚未最终确定，因此公司分布式能源站项目的盈利能力具有一定的不确定性。

公司煤炭销量稳步提升，市场占有率保持领先地位；油品业务经营稳定，在建油库项目进入收尾阶段

公司燃料业务主要通过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”）经营。2012 年，燃料公司在煤炭市场景气度下降、煤炭价格剧烈波动、航运市场持续低迷等经营环境下，调整销售策略，大力开拓市场，全年累计销售煤炭 1,356 万吨，同比增长 16.1%，其中市场煤销售 866.97 万吨，同比增长 10.52%，不仅为公司电力业务提供稳定、安全的煤炭供应，而且市场煤销售量在珠三角地区的市场占有率持续保持领先地位。

表 5：2010~2012 年公司市场煤销量情况

年份	市场煤销量（万吨）
2010	718.88
2011	784.48
2012	866.97

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭资源控制方面，公司与大同煤矿集团有限责任公司及大同鹊山精煤有限责任公司共同投资建设年产煤炭 1,000 万吨的新东周窑煤矿项目，公司最终持有该项目 19.50% 的权益，东周窑煤矿的煤炭资源储量约 17.60 亿吨。根据双方合同约定，该煤矿产量的 40% 供给燃料公司，有助于公司成本控制和煤炭供应保障。

燃料公司目前在广州南沙拥有年中转能力 800 多万吨的 5 万吨级专用煤码头和年周转量高达 600 万吨的 34 万吨配套煤场。珠江电厂 7 万吨煤码头扩建项目和珠电煤场环保技改项目的各项建设工作正有序推进。运力方面，广州发展航运有限公司（以下简称“发展航运”）和中远发展航

运有限公司（以下简称“中发航运”）通过加强港口协调及规范管理，截至 2012 年底完成货运量 631.4 万吨，同比增长 20.77%。

总体来看，公司煤炭业务运营良好，煤炭销量稳步提升，上游煤炭资源布局逐步形成，煤炭业务资源开发、运输、中转、销售一体化产业链初步形成。同时，中诚信证评也关注到 2012 年以来煤炭价格持续回落，导致公司煤炭业务盈利水平有所下降。

油品仓储业务方面，公司与 BP 公司在广州南沙开发区共同投资建设了 36.30 万立方米油库（以下简称“南沙油库”），由公司控股的广州发展碧辟油品有限公司运营（以下简称“发展碧辟”）。2012 年，发展碧辟面对珠三角油库码头相继投产、市场竞争加剧等不利环境，深入研究市场，积极拓展轻油罐租赁客户，全年完成租赁量 296.30 万立方米，同比上升 8.3%。目前，公司正投资建设库容 31.15 万立方米的发展碧辟南沙油库二期项目，项目总投资约 4.47 亿元，公司最终持有 60% 股权。截至 2012 年末，南沙油库二期项目的各项施工进入收尾阶段，累计完成工程进度的 90%。投产后，南沙油库的竞争优势将更为明显，并为公司开展成品油经营业务提供有力支撑。

公司还与广州港能源发展有限公司共同投资建设 8 万吨的配套油品装卸码头，由公司持股 50% 的广州港发石油化工码头有限公司运营（以下简称“港发码头”）。2012 年，油品码头全年完成吞吐量 181.80 万吨，与去年基本持平。

产业链建设方面，公司与同煤集团共同出资建设的年产 60 万吨的甲醇项目基本完成煤气化装置、甲醇装置配套系统的建设和安装，预计 2013 年下半年进行投料试车。

表 6：2010~2012 年公司油库和码头业务情况

年份	油库租赁量 (万立方米)	码头吞吐量 (万吨)
2010	377.50	226.30
2011	273.51	184.10
2012	296.30	181.80

总体来看，公司油品及码头业务经营较稳定，未来随着南沙油库二期项目的投入运营，公司油

品业务规模将进一步提升。

燃气集团注入后，公司燃气业务资产和经营规模迅速壮大，售气量大幅增加，用户结构逐步优化，区域垄断地位凸显。

2012 年随着燃气集团注入，公司燃气业务资产和经营规模迅速壮大，具有区域垄断地位。燃气集团作为广州地区最大的燃气供应商及广州市城市燃气高压管网建设和购销的唯一主体，统筹建设全市天然气高压管网以及上游气源的采购和分销，在广州地区天然气开发利用市场具有重要的地位。

2012 年，燃气集团销售管道天然气 7.6 亿立方米，同比增长 25%，其中工业用户完成售气量 10,182.00 万立方米，同比增长 64.33%，商业用户完成售气量 14,281.94 万立方米，同比增长 18.04%。广州燃气在保持销售规模快速增长的同时，积极拓展价格传导能力较强的工商业用户，优化用户结构，工商业用户销售气量占终端用户（高压直供除外）的比重由上年的 48% 提高至 52%，单位售气量效益继续提升，同时全年新签约工商用户用气量达 28 万立方米/日，创历史最高水平。

公司还积极整合广州燃气市场，2012 年完成对增城新塘开发区广州富城管道燃气有限公司的收购和对广州花都中石油昆仑燃气有限公司的投资，取得增城地区的天然气经营权，扩大了公司在花都区域的天然气经营范围。此外，公司继续完善高中压管网建设和布局，全年完成高中压管网建设 93.15 公里。天然气上游资源开发方面，公司参股的珠海 LNG 接收站项目进展顺利，截至 2012 年末已累计完成总进度的 79.29%。

总体上，受益于燃气集团的注入，公司燃气业务规模大幅增加，区域竞争优势进一步加强。随着西气东输二线、珠海 LNG 一期项目的陆续投产，公司低成本气源将得到充分保障，燃气业务经营效益将逐渐提升。同时，广州经济发展水平处于领先地位，其天然气利用规模还处在初步开发阶段，随着环保要求不断提高，广州天然气市场将迎来快速增长时期。公司燃气业务未来仍

将保持快速增长，成为公司利润主要的增长点。

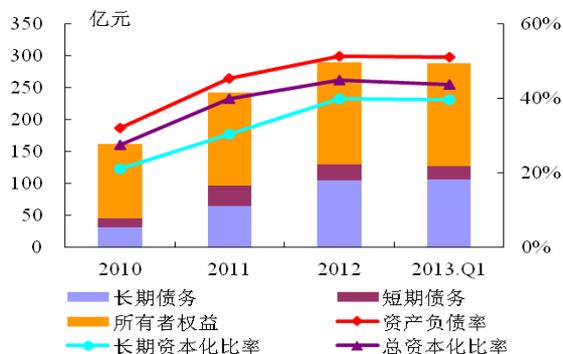
财务分析

以下分析主要基于公司提供的立信会计师事务所有限公司²审计并出具标准无保留意见的2010~2012年度合并财务报告，以及未经审计的2013年1季度财务报告。其中，2010年和2011年财务数据分别采用2011年和2012年年报中的期初重述数。

资本结构

2012年，随着非公开发行A股股票及收购控股股东经营性资产工作的完成，公司资产规模大幅上升。截至2012年12月31日，资产总计326.92亿元，较年初增长59.66亿元³。2012年6月，公司成功发行公司债券（第一期），募集资金23.5亿元，长期债务规模增长较快，并带动总债务规模增长至130.09亿元，增幅达34.22%。资产负债率和总资本化比率分别为51.31%和44.97%，分别较年初上升6.02和5.11个百分点，但总体来看负债水平仍较为适中。截至2013年3月31日，公司总资产进一步增至332.02亿元，资产负债率和总资本化比率保持稳定，分别为51.11%和43.84%。未来，随着公司业务规模的不断扩大，在建和拟建项目的顺利推进，公司负债水平或将有所上升。

图4：2010~2013.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

² 公司2010年和2011年由立信羊城会计师事务所有限公司出具财务报告。2012年1月1日起，立信羊城会计师事务所有限公司整体加入立信会计师事务所(特殊普通合伙)

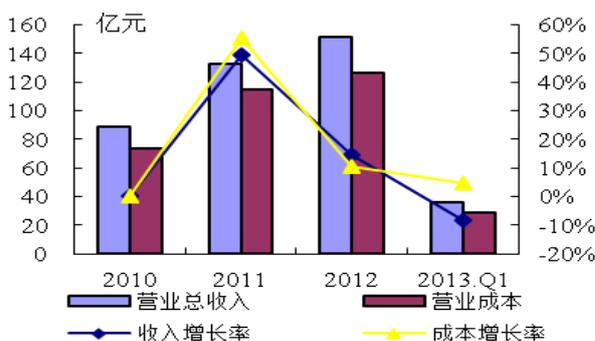
³ 公司2012年财务报表年初数已按整体上市后合并口径进行追溯调整。

从债务结构来看，公司财务政策较为稳健，债务基本以长期债务为主。截至2012年12月31日，公司长期债务和短期债务分别为105.49亿元和24.60亿元，长短期债务比为0.23，较年初下降0.28。截至2013年3月31日，公司长期债务和短期债务分别为106.85亿元和19.90亿元，长短期债务比降至0.19。总体来看，随着公司债的成功发行，公司债务结构有所优化，短期债务规模下降，公司短期偿债压力较小。

综合而言，公司目前杠杆水平适中，债务结构合理，但伴随业务规模的扩大和在建/拟建项目的推进，其负债水平将有所上升。

盈利能力

图5：2010~2013.Q1公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年，在宏观经济增速放缓的背景下，公司电力、燃料（煤炭、油品）和燃气三大业务依然保持稳定增长，同期实现营业总收入151.64亿元，较上年调整过的营业总收入增长14.52%。其中，由于新增可控装机容量66万千瓦，发电量有所上升，加之脱硫、脱硝电价的增加，电力业务实现营业收入69.51亿元，同比上升19.34%；煤炭业务方面，公司大力开拓煤炭市场，使得煤炭销量稳步提升，实现营业收入52.84亿元，同比增长9.09%；油品业务方面，公司积极拓展轻油罐租赁业务，全年实现营业收入2.10亿元，较上年有小幅增长。随着燃气集团的注入，公司燃气业务规模迅速扩大，售气量大幅上升，营业收入达到24.37亿元。截至2013年3月31日，公司共实现营业收入35.69亿元，同比增长4.67%。

表 7：2012 年公司三大业务板块经营情况

业务	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
电力	69.51	18.14
燃料	54.94	3.86
煤炭	52.84	3.32
油品	2.10	17.54
燃气	24.37	32.11

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，2012 年由于煤炭价格高位回落，同时公司上网电价上调，公司营业毛利率升至 16.65%，较上年增长 3.20 个百分点。分业务来看，随着上网电价上调，电力业务的盈利能力逐渐回升，2012 年电力业务的毛利率水平为 18.54%，较上年增长 5.29 个百分点；燃料业务方面，受煤价下跌影响，2012 年燃料业务的毛利率水平为 3.86%，较上年减少 2.83 个百分点。公司综合能源业务架构所带来的产业链互补优势，能产生较好的产业协同效应，使公司具有较强的抗风险能力。

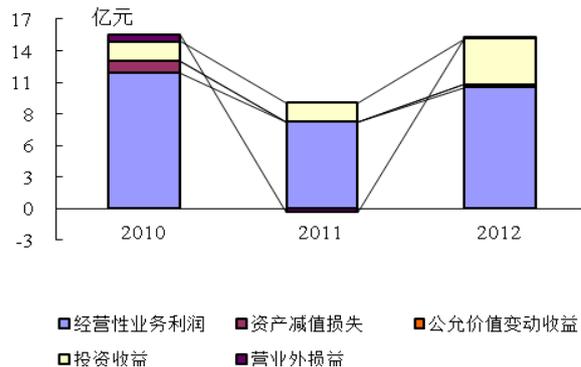
表 8：2012 年公司三费情况

	2010	2011	2012
销售费用(亿元)	0.17	2.10	2.51
管理费用(亿元)	1.96	4.13	4.90
财务费用(亿元)	1.08	2.97	6.00
三费合计(亿元)	3.21	9.20	13.40
三费收入占比 (%)	3.62	6.95	8.84

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年公司三费合计为 13.40 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用发生额分别为 2.51 亿元、4.90 亿元和 6.00 亿元。受恒益电厂、中电荔新投产后利息支出费用化，以及债务规模扩大带来的利息支出增加影响，公司当年财务费用支出增长明显。总体来看，公司对期间费用保持较强的控制力度，2012 年三费收入占比为 8.84%，较上年增加 1.89 个百分点。

图 6：2010~2012 年公司利润总额结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，经营性业务利润是公司利润的主要来源，除此之外，公司利润还包括投资收益和营业外损益。投资收益方面，2012 年公司共获得投资收益 4.17 亿元，较上年增加 2.47 亿元，主要由于参股电厂盈利水平大幅提升。总体上，公司 2012 年实现利润总额 14.78 亿元，较上年增长 40.18%，盈利能力大幅提升。

总体来看，2012 年受煤炭价格回落及电厂上网电价上调影响，公司总体毛利率水平有所提升，盈利能力增强，公司综合能源业务互为支撑、协同发展，公司的核心竞争力得到明显提升。未来，随着在建电厂陆续投产和天然气业务规模的扩大，公司收入和利润规模将继续保持稳步增长态势。

偿债能力

2012 年，公司成功发行公司债券（第一期），债务规模明显上升，截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 130.09 亿元，同比增长 34.22%，公司债务压力有所增加。

从偿债能力来看，虽然债务规模有所扩大，但受益于同期公司经营活动净现金流和 EBITDA 均有所上升，其偿债能力有所增强。2012 年，公司总债务/EBITDA 指标为 4.36，EBITDA 利息保障倍数为 4.51，均与上年基本持平。现金流方面，2012 年公司经营活动净现金流入 30.31 亿元，经营净现金/总债务为 0.23，较上年上升 0.14；经营净现金/利息支出为 4.58，同比上涨 2.74，经营性现金流对债务的覆盖及利息支出的保障有所增强。

表 9：2010~2013.Q1 公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.Q1
长期债务(亿元)	31.77	64.26	105.49	106.85
总债务(亿元)	44.91	96.92	130.09	126.75
总债务/EBITDA(X)	2.33	4.57	4.36	-
经营净现金/总债务(X)	0.17	0.09	0.23	0.11*
经营净现金/利息支出(X)	4.95	1.84	4.58	-
EBITDA 利息倍数(X)	12.45	4.64	4.51	-

注：带“*”数据为已经年化处理。

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

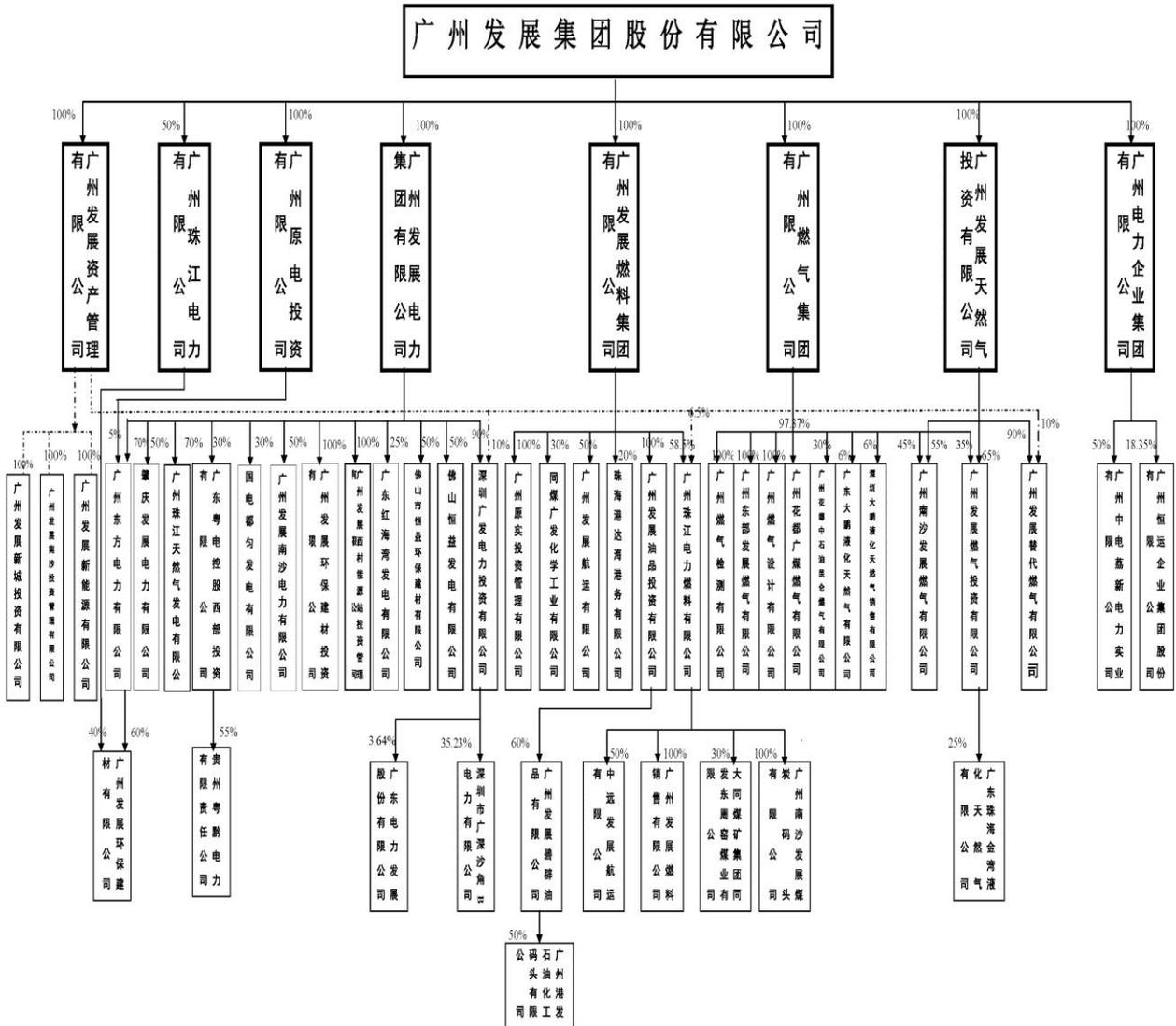
或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司未对除控股子公司外的其他公司提供担保，公司对控股子公司提供的担保余额为 9.04 亿元，约占截至 2012 年 12 月 31 日公司净资产的 7.05%，整体或有风险可控。

综上所述，2012 年公司长期债务增长较快，负债水平有所上升，但杠杆水平仍较适中。同时，燃气集团的注入以及新增产能的投产，使得公司业务规模迅速扩大，盈利能力大幅上升。未来，随着电力、燃料、燃气三大核心业务的发展、新投产项目效益的逐步显现，以及在建项目的陆续投产，公司盈利水平将得到进一步提升。总体来看，公司资产规模和资产质量不断提高，综合实力持续增强，具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评维持本次公司债券债项级别 AAA；维持主体级别 AAA，中诚信证评认为广州发展在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：广州发展集团股份有限公司股权结构表（截至 2013 年 3 月 31 日）



附二：广州发展集团股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位: 万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	191,711.69	328,393.59	488,310.39	427,217.60
应收账款净额	70,903.52	104,330.30	108,439.81	117,138.68
存货净额	60,784.30	72,526.68	83,592.44	99,200.35
流动资产	362,525.24	547,709.34	727,102.26	747,038.12
长期投资	456,779.38	623,072.89	670,175.95	670,528.58
固定资产合计	876,025.42	1,451,688.93	1,806,159.47	1,838,336.82
总资产	1,730,957.22	2,672,612.91	3,269,182.28	3,320,184.35
短期债务	131,389.85	326,685.14	246,008.10	199,025.03
长期债务	317,668.20	642,556.49	1,054,860.06	1,068,453.29
总债务(短期债务+长期债务)	449,058.05	969,241.63	1,300,868.16	1,267,478.32
总负债	553,199.43	1,210,475.41	1,677,578.11	1,696,844.75
所有者权益(含少数股东权益)	1,177,757.79	1,462,137.50	1,591,604.17	1,623,339.60
营业总收入	885,931.96	1,324,141.01	1,516,446.59	356,869.10
三费前利润	145,091.37	169,543.93	242,682.19	63,393.86
投资收益	17,613.61	17,065.70	41,728.11	5,008.04
净利润	106,883.24	78,153.57	117,123.68	26,922.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	192,777.50	211,867.27	298,238.59	-
经营活动产生现金净流量	76,617.18	83,940.91	303,127.15	34,224.89
投资活动产生现金净流量	-57,409.41	-257,284.31	-410,192.21	-41,489.03
筹资活动产生现金净流量	-48,002.81	246,352.75	267,026.01	-53,828.65
现金及现金等价物净增加额	-28,805.02	72,911.60	159,916.80	-61,092.79
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	16.63	13.45	16.65	18.50
所有者权益收益率(%)	9.08	5.35	7.36	6.63*
EBITDA/营业总收入(%)	21.76	16.00	19.67	-
速动比率(X)	1.40	0.90	1.09	1.08
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.09	0.23	0.11*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.58	0.26	1.23	0.69*
经营活动净现金/利息支出(X)	4.95	1.84	4.58	-
EBITDA 利息倍数(X)	12.45	4.64	4.51	-
总债务/EBITDA(X)	2.33	4.57	4.36	-
资产负债率(%)	31.96	45.29	51.31	51.11
总债务/总资本(%)	27.60	39.86	44.97	43.84
长期资本化比率(%)	21.24	30.53	39.86	39.69

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

带“*”数据为已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。