

信用等级通知书

信评委函字[2014] 跟踪157号

广州发展集团股份有阻公司:

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。





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(2014)

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 末发行人赎回选择权、发行人上调票可 利率选择权和投资者回售选择权	
上次评级时间	2013/6/4	
上次评级结果	债项级别 AAA 评级展望 稳定	Ĕ
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	Ĕ

概况数据

19600300 110	Carl Scale		4.755	
广州发展	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	146.21	159.16	167.44	169.63
总资产(亿元)	267.26	326.92	337.32	334.11
总债务(亿元)	96.92	130.09	133.32	122.91
营业收入(亿元)	132.41	151.64	166.28	39.99
营业毛利率(%)	13.45	16.65	17.70	14.95
EBITDA (亿元)	21.19	29.82	35.59	-
所有者权益收益率(%)	5.35	7.36	8.77	6.29
资产负债率(%)	45.29	51.31	50.36	49.23
总债务/EBITDA(X)	4.57	4.36	3.75	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.51	4.77	-

- 注: 1、2011年和2012年财务数据分别采用2012年和2013年报期初重述数据, 2013年财务数据采用2013年报年末数据;
 - 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、2014年一季度所有者权益收益率数据经年化处理。

基本观点

受益于装机容量的上升及煤炭价格的下跌, 2013年公司发电量和上网电量保持增长,电力业 务盈利能力有所增强;公司煤炭销量稳步提升,市 场占有率保持区域领先地位;公司燃气业务区域垄 断地位显著,业务规模快速增长,用户结构不断优 化,但受气源采购成本上涨影响,其毛利水平有所 下滑。与此同时,中诚信证券评估有限公司(以下 简称"中诚信证评")也关注到广州经济增长放缓导 致下游用电需求增速下滑、煤炭行业景气度低迷、 在建及拟建项目的资本支出压力对公司经营及整 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(第一期)"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

- 公司发电量和上网电量保持增长,电力业务盈利能力增强。虽然广东省电力需求增速放缓,对电厂经营产生一定影响,但受益于整体装机容量的上升及煤炭价格的下跌,公司发电量和上网电量保持增长,电力业务盈利能力有所增强。
- 公司煤炭销量稳步提升,市场占有率保持领先地位。2013年在煤炭市场景气度低迷的情况下,公司通过快速周转,积极拓展华北、华中市场区域等方式,实现逆势增长,全年累计销售煤炭1,508万吨,同比增长11.20%,市场占有率持续保持珠三角领先地位。

公司燃气业务区域垄断优势显著,业务规模快速扩张。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,公司燃气业务区域垄断地位显著。近年随着下游市场需求的扩大,公司售气量大幅增加,用户结构逐步优化,2013 年实现销售管道天然气 9.08 亿立方米,同比增长 19.39%。

分析师

赵晶靖 jjzhao@ccxr.com.cn 许家能 jñxd@ccxr.com.cn Tel: (021) 5F019090 Fax: (021) 5F019030 www.ccxr.com.cn



关注

- 广东省经济增长放缓,下游用电需求增速下滑。 2013年以来,受广东省经济增速放缓影响,省 内电力需求增速下滑,加之西电东输占比增加, 公司电力业务面临一定的经营压力。
- 煤炭行业景气度低迷。2011年四季度以来,受宏观经济增速下滑、进口煤冲击等因素影响,国内煤炭行业景气度下滑,煤炭价格持续回落,或对公司煤炭业务的发展造成一定影响。
- ▶ 一定的资本支出压力。根据公司战略规划,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。公司目前在建及拟建的项目规模较大,未来将保持较高的资金投入,面临一定的资本支出压力。



基本分析

公司原以电力、燃料业务为主,2012年6月通过增发并入广州燃气集团有限公司(以下简称"燃气集团")后,公司实现集团整体上市,形成了电力、燃料和燃气三大核心产业板块,逐步成长为面

向珠三角的综合能源供应商。2013年受益于上网电量及售气量增加,公司收入规模保持增长趋势,全年实现营业收入166.28亿元,同比增长9.65%,营业毛利率17.70%,较上年上升1.05个百分点。

表 1: 2011~2013年公司业务经营情况

单位: 亿元、%

业务	20	11	20	12	20	13
3E.7J	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	130.68		149.49		162.93	
电力	58.25	13.92	69.51	18.14	81.44	20.60
燃料	50.42	7.00	54.94	4.14	50.72	5.40
其中: 煤炭	48.43	6.35	52.84	3.32	46.63	5.06
油品	1.99	22.77	2.10	17.54	4.09	9.32
燃气	21.47	26.16	24.37	32.11	30.16	23.14
其他	0.54	73.92	0.66	51.93	0.61	46.03
其他业务收入	1.73		2.16		3.35	
合计	132.41	13.45	151.64	16.65	166.28	17.70

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

电力板块

电力板块是广州发展主要收入和利润来源之一,2013年受益于上网电量的稳步增长,公司电力业务全年实现营业收入81.44亿元,同比增长17.16%,营业毛利率20.60%,较上年增长2.46个百分点。公司控股电厂主要集中在珠江三角洲地区,且以燃煤机组为主。

广东省电力需求增长缓慢,一定程度影响公司电力 业务;但受益于中电荔新电厂全年贡献产能,公司 发电量和上网电量仍保持较快增长

广东省是我国经济大省,经济发展处于全国较高水平,各项经济指标在全国名列前茅。2013年在稳增长、调结构等经济政策的推行下,广东省经济平稳增长,当年全省实现地区生产总值(GDP)62,164亿元,同比增长8.5%,增速较往年有所放缓。宏观经济增速放缓对广东省下游行业用电需求形成一定压力,同期全社会用电量为4,830亿千瓦时,同比增长4.6%,增速较上年下降0.4个百分点。预计在经济未出现明显回暖的情况下,广东省电力需求将维持5%左右的低增速。2013年,广东省全口

径发电量为 3,796 亿千瓦时,较上年增长 5.65%。 伴随西电东送工程的推进,广东地区持续受到外来 电量的冲击,2013 年广东省内电力供需缺口达 1,237 亿千瓦时,同比增长 20.53%,占广东总用电 量的 25.61%,较上年上升 3.40 个百分点。

表 2: 2011~2013年广东省内电力供求情况

单位: 亿千瓦时、%

		1 1	10 1 2003 1 70
	2011	2012	2013
用电量	4,399	4,619	4,830
发电量	3,607	3,593	3,796
供需缺口	686	1,026	1,237
缺口比例	15.59	22.21	25.61

数据来源:广东电网公司,中诚信证评整理

2013 年,公司新增权益装机容量 18 万千瓦,权益装机容量达 404.58 万千瓦。在省内电力消费增速缓慢、西电东输占比提升的影响下,公司下属电厂经营情况有所分化,其中广州珠江电力有限公司(以下简称"珠江电力")和佛山恒益发电有限公司(以下简称"恒益电厂")经营情况较好,发电量同比分别增长 11.61%和 8.26%;广州东方电力有限公司(以下简称"东方电力")发电量较上年下



降 13.40%。此外,2013 年广州中电荔新电力实业有限公司(以下简称"中电荔新")全年贡献产能,当年其发电量和上网电量分别为 34.91 亿千瓦时和 32.43 亿千瓦时,同比分别增长 205.69% 和 204.35%。

受益于此,当年公司控股电厂发电量及上网电量保持增长态势,全年合计发电量 188.40 亿千瓦时,同比增长 16.03%;权益发电量 106.94 亿千瓦时,同比增长 12.19%。

表3: 公司主要参控股电厂情况

单位: 亿千瓦时、%

电厂	装机容量	权益比例	电源类型	发电量	上网电量
珠江电力	2×30	50	燃煤	31.53	29.39
东方电力	2×30	75	燃煤	31.15	28.98
LNG 电厂	2×39	70	天然气	24.75	24.18
沙角 B 电厂	2×35	35.23	燃煤	34.68	31.51
恒益电厂	2×60	50	燃煤	66.06	62.18
盘南电厂	4×60	16.50	燃煤	144.16	135.04
汕尾电厂	$2 \times 60 + 2 \times 66$	25	燃煤	118.72	111.57
都匀电厂	2×60	30	燃煤	18.96	17.82
中电荔新	2×33	50	热电联产	34.91	32.43
穗恒运	$2\times30+2\times21$	18.35	燃煤	58.62	54.56

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

上网电价有所下调,但受益于电量增长及煤价下降,公司电力业务经营效益持续上升

表 4: 2012~2013年末公司主要电厂上网电价情况

单位:元/千瓦时

		单位: 几/丁凡时
电厂	2012	2013
珠江电力	0.5092	0.4922
东方电力	0.5486	0.5316
珠江 LNG 电厂	0.5330	0.5330
沙角 B 电厂	0.4918	1 号机组 0.5120 2 号机组 0.5100
恒益电厂	0.5290	0.5120
汕尾电厂	1、2 号机组 0.5210 3、4 号机组 0.5290	1、2 号机组 0.5020 3、4 号机组 0.5120
盘南电厂	0.3825	1、2 号机组 0.3728 3、4 号机组 0.3828
中电荔新	-	0.5120
都匀电厂	-	0.3632
恒运热电(D)	0.5290	0.5120
恒运热电(C)	6 号机组 0.5290 7 号机组 0.5831	6 号机组 0.5120 7 号机组 0.5661

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

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。2013年9月,国家发改委下调全国燃煤机组上网电价,公司收到广东省物价局《关于调整发电企业上网电价有关问题的通知》(粤价[2013]231号),从2013年9月25

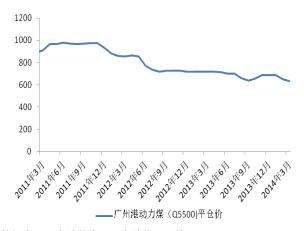
日起公司属下控股子公司珠江电力、东方电力、中电荔新、恒益电厂及参股子公司深圳市广深沙角 B 电力有限公司、广东红海湾发电有限公司 的上网电价在现行基础上下降 1.9 分/千瓦时(含税)。同时,珠江电力、东方电力、恒益电厂、深圳市广深沙角 B 电力有限公司#2 机组、广东红海湾发电有限公司#3、#4 机组等通过广东省物价局批复同意执行脱硝电价的机组,脱硝电价补偿标准由 0.8 分/千瓦时提高至 1 分/千瓦时。

公司电厂以燃煤发电机组为主,发电成本与煤炭价格相关性较大,2013年受下游主要耗煤行业景气度低迷影响,煤炭行业下游需求不足,当年全国煤炭消费量为36.1亿吨,增速下滑至2.6%。从长期趋势来看,受制于经济结构调整、投资及出口增速逐步回落等影响,煤炭需求增长将维持逐步放缓态势。受煤炭下游需求放缓,进口煤炭保持较快增长,下游客户持续去库存等因素影响,煤炭价格仍将处于低位运行状态,在一定程度上缓解了公司发电的成本压力。

¹ 广州红海湾发电有限公司指汕尾电厂

广州发展集团股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告(2014)

图 1: 2011~2014.Q1 广州港 5500 大卡动力煤价格走势 单位:元/吨



数据来源:中诚信资讯,中诚信证评整理

整体来看,上网电价的下调对公司盈利产生了一定负面影响,但得益于售电量的增长及煤炭价格的下跌,公司经营效益仍保持持续上升态势。

公司在建、拟建电力项目顺利推进,同时全面布局 广州地区分布式能源站项目,加快电力结构的优化 和升级

2013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"异地改建工程项目正式投产。恒益建材2×60万千瓦超临界燃煤机组粉煤灰综合利用项目进展顺利,并于2013年9月投料试运行。珠江电厂1×100万千瓦"上大压小"超临界燃煤机组项目已完成所有核准支持材料审批,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、广州珠江电厂燃气(LNG)蒸汽联合循环二期(2×39万千瓦)扩建工程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。

同时,为适应大型城市能源供应模式的变革和节能减排的需要,公司全面布局广州地区分布式能源站项目。公司项目资源储备较为丰富,目前广州发展鳌头 2×1.5 万千瓦燃气热电联产分布式能源站已获得省发改委核准,并于 2014 年 3 月 26 日正式开工建设。广州发展西村 2×18 万千瓦天然气—蒸汽联合循环冷热电三联供能源项目正在推进核准工作,白云广药、从化太平、花都空港、高新技术产业区等分布式能源站项目也获得各区发改局

的支持性文件,并已上报广东省发改委申请"路条"。

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。需要关注的是,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,但燃气业务为分布式能源站提供充足稳定的气源保障,产业结构优势互补、相互促进。

燃气板块

公司燃气业务主要由下属燃气集团负责运营,业务包括广州市上游气源的采购、分销及所拥有区域的燃气销售。公司现有网管已经覆盖广州大部分地区,燃气销售主要包括中心城区、南沙区、花都区和增城市等。2013年受益于售气量的增加,公司燃气板块收入达30.16亿元,同比增长23.76%,但受增量气源价格较高推高单位成本影响,该业务毛利率较上年下降8.97个百分点至23.14%。

公司燃气业务规模逐年扩大,售气量快速增加,用 户结构逐步优化,区域垄断地位凸显

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区 域垄断地位。

广州市经济发展的同时,其面临的环境压力日益加剧,燃煤、重油等燃料使用量的减少成为未来发展的必然趋势,这将带动天然气下游市场需求空间的持续扩大。近年来,随着下游需求的增加及市场拓展力度的加大,公司燃气业务规模逐年上升。2013年,燃气集团全年销售管道天然气 9.08 亿立方米,同比增长 19.39%,其中工业用户完成售气量1.72 亿立方米,同比增长 68.90%,商业用户完成售气量1.59 亿立方米,同比增长 11.01%。燃气集团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52%提高至58.5%,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 40 万立方米/日,再创新高。



公司积极整合广州燃气市场,截至 2013 年末, 天然气利用工程一、二、三期基本建成,一、三期 高压管网全线贯通,实现西气与大鹏气双气源高压 联通供气的目标; 天然气利用工程四期项目取得市 发改委"路条",正组织环评等核准工作。同时,公 司大力拓展汽车加气领域,截至 2013 年末,黄阁 加气站已投入运营; 罗冲围 LNG 汽车加气站项目 已获得广州市发改委核准,正在组织招标等前期工 作; 开发区丰茂气站、番禺新光气站、南沙龙穴岛 气站、白云太和气站等一批加气站已列入广州市发 改委第二批 LNG 加气站示范试点项目,正在积极 推进前期工作。

总体来看,凭借显著的区域竞争优势,公司燃 气业务规模持续扩大,用户结构不断优化。长期来 看,广州天然气利用规模还处于初步开发阶段,随 着环保要求的提高、分布式能源站接气量的增长及 车用气量等新业务的拓展,广州天然气市场将迎来 快速增长时期,公司燃气业务面临较好的发展机 遇。

燃料板块

公司燃料板块包括煤炭和油品两大部分,2013年在煤炭价格持续下降的影响下,公司燃料板块实现营业收入50.72亿元,同比下降7.68%,其中煤炭和油品收入分别为46.63亿元和4.09亿元。

公司煤炭销量稳步提升, 市场占有率保持领先地位

公司煤炭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。 2013年,面对煤炭市场景气度下降、煤炭价格波动、 下游竞争加剧等挑战,燃料公司调整销售策略,通 过快速周转,积极拓展华北、华中市场区域等方式, 实现逆势增长,全年累计销售煤炭 1,508 万吨,同 比增长 11.20%,其中销售市场煤 915.30 万吨,同 比增长 5.58%,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: 2011~2013年公司市场煤销量情况

<u> </u>	
年份	市场煤销量(万吨)
2011	784.48
2012	866.97
2013	915.30

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

煤炭资源控制方面,2013年,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持续推进,全年生产原煤400.56万吨。根据合同约定,该煤矿产量的40%将供给燃料公司,有助于公司成本控制和煤炭供应保障。

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完善,煤炭业务己形成资源开发、运输、中转、销售一体化产业链。同时,中诚信证评也关注到近年来煤炭行业景气度下滑,煤炭价格持续回落,或对公司煤炭业务发展造成一定影响。

油品业务经营稳定,业务规模逐年提升

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")。2013 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,积极拓展轻油罐租赁客户,全年完成租赁量 340.25 万立方米,同比上升 14.85%。2013 年 6 月,公司投资建设库容 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,已投入试运营。随着二期项目的投产,南沙油库的竞争优势更为明显,将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,由发展碧辟持股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")。2013年,港发码头全年完成吞吐量255万吨,同比上升40.30%。

产业链建设方面,公司与同煤集团共同出资建设的年产 60 万吨的甲醇项目已进入投产前准备,预计 2014 年上半年投料试车。



表 6: 2011~2013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)
2011	273.51	184.10
2012	296.30	181.80
2013	340.25	255.00

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

总体来看,公司已逐步形成电力、燃气、燃料 三大业务板块优势互补、相互促进的综合能源供应 体系,为公司未来业务的稳定发展提供了有力的保 障。

财务分析

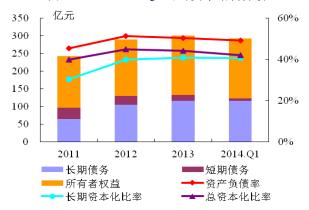
以下分析主要基于公司提供的立信会计师事务所有限公司²审计并出具标准无保留意见的2011~2013年度合并财务报告,以及未经审计的2014年1季度财务报告。其中,2011年和2012年财务数据分别采用2012年和2013年年报中的期初重述数。

资本结构

2013年,公司各业务板块稳步发展,资产规模小幅上升,截至2013年12月31日,资产总计337.32亿元,同比增长3.18%。同期,公司子公司广州电力集团有限公司成功发行15亿元中期票据,但因偿还短期融资券及部分银行借款,公司负债规模基本保持平稳,截至2013年12月31日,公司负债总额169.89亿元,同比增长1.27%;总债务133.32亿元,同比增长2.48%。

财务杠杆方面,2013年公司资产负债率和总资本化比率分别为50.36%和44.33%,分别较上年下降0.95和0.64个百分点,杠杆水平适中,财务结构较为稳健。截至2014年3月31日,公司总资产进一步增至334.11亿元,资产负债率和总资本化比率略有下降,分别为49.23%和42.02%。

图 2: 2011~2014.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

从债务结构来看,由于 2013 年兑付到期短期融资券,公司短期债务规模有所下降,债务结构进一步优化。截至 2013 年 12 月 31 日,公司长期债务和短期债务分别为 115.73 亿元和 17.59 亿元,长短期债务比为 0.15,较上年下降 0.08。截至 2014年 3 月 31 日,公司长期债务和短期债务分别为116.29 亿元和 6.61 亿元,长短期债务比降至 0.06。总体来看,由于公司业务板块具有前期投资大、投资回报期长的特点,因此以长期债务为主的债务结构有利于财务结构的稳定。

总体来看,公司财务杠杆水平适中,资本结构 较为稳健,且随着到期债务的逐步偿还,其债务期 限结构进一步优化。但未来随着在建及拟建项目的 持续推进,公司资金压力或将增加,或对其财务结 构的稳健性造成一定影响。

盈利能力

图 3: 2011~2014.01 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

2013 年受益于上网电量及售气量增加,公司实现营业总收入 166.28 亿元,同比增长 9.65%。从业务结构来看,当年公司电力、燃料和燃气三大业务

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)



板块的收入 81.44 亿元、50.72 亿元和 30.16 亿元, 分别占公司营业收入的 48.98%, 31.12%和 18.51%, 其中电力产销为公司业务收入的主要来源。

从毛利率来看,2013年公司业务综合毛利率为 17.70%, 较 2012 年增长 1.05 个百分点。分业务来 看,受益于电量的增长及煤炭价格的下降,电力业 务的盈利能力逐渐回升,2013年电力业务的毛利率 水平为 20.60%, 较上年增长 2.06 个百分点; 燃料 业务方面, 煤炭采购成本的下降使得公司燃料业务 的毛利率较上年上升 1.54 个百分点至 5.4%; 燃气 业务方面,受增量气源采购较高影响,燃气业务毛 利率较上年下降 8.97 个百分点至 23.14%。

表 7: 2011~2013年公司三费情况

1. ZUII	2013 - 2		74
	2011	2012	2013
销售费用(亿元)	2.10	2.51	2.56
管理费用(亿元)	4.13	4.90	5.22
财务费用(亿元)	2.97	6.00	6.81
三费合计(亿元)	9.20	13.40	14.59
三费收入占比(%)	6.95	8.84	8.78

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

期间费用方面,2013年公司三费合计为14.59 亿元,其中销售费用、管理费用和财务费用发生额 分别为 2.56 亿元、5.22 亿元和 6.81 亿元。受恒益 电厂部分费用资本化影响,公司当年管理费用支出 为 5.22 亿元,同比增长 6.59%。总体来看,公司对 期间费用保持较强的控制力度,2013年三费收入占 比为 8.78%, 较上年下降 0.06 个百分点。

图 4: 2011~2013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,公司利润的主要来源为经营 性业务利润, 而投资收益是其利润的重要补充。投 资收益方面, 2013 年公司共获得投资收益 5.06 亿 元,较上年增加 0.88 亿元。受益于经营性利润及投

资收益的增长,公司当年实现利润总额 19.04 亿元, 较上年增长28.83%,盈利能力继续提升。长期来看, 公司三大业务板块发展较为稳定,未来随着在建项 目的逐步投产,公司利润总额有望持续增长。

总体来看,公司收入规模稳步增长,整体盈利 能力较为稳定,投资收入亦对利润总额形成了良好 的补充。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或将继续保持 增长态势。

偿债能力

2013年,公司债务规模与上年基本持平,截至 2013年12月31日, 其总债务为133.32亿元, 同 比增长 2.48%, 其中短期债务和长期债务分别为 17.59 亿元和 115.73 亿元。

从获现能力来看, 利润总额和折旧为公司 EBITDA的主要构成。2013年在利润总额增长的带 动下,公司 EBITDA 为 35.59 亿元,同比增长 19.32%, 获现能力较强。现金流方面, 公司主营业 务现金回笼能力较强且稳定,但受燃料公司补付上 年末欠付煤款影响,2013年公司经营性净现金流为 27.40 亿元, 同比下降 9.60%。

图 5: 2011~2013年公司 EBITDA 结构分析



数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

从偿债能力指标来看, 受益于盈利水平的上 升,公司 EBITDA 对债务本息的保障能力进一步增 强。2013年,公司总债务/EBITDA和 EBITDA利 息保障倍数分别为 3.75 倍和 4.77 倍。同时,由于 经营性净现金流的减少,2013年公司经营净现金流 /总债务和经营净现金/利息支出为 0.21 倍和 3.68 倍,均较上年有所下降,但其对债务本息的保障能 力仍很强。



表 8: 2011~2013年公司主要偿债能力指标

	2011	2012	2013
总债务/EBITDA(X)	4.57	4.36	3.75
经营净现金流/总债务(X)	0.09	0.23	0.21
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.51	4.77
经营净现金流/利息支出(X)	1.84	4.58	3.68

数据来源:公司定期报告,中诚信证评整理

截至 2013 年 12 月 31 日,公司获得主要贷款银行的授信额度为357.73亿元,已使用额度为65.79亿元,备用流动性较为充裕。

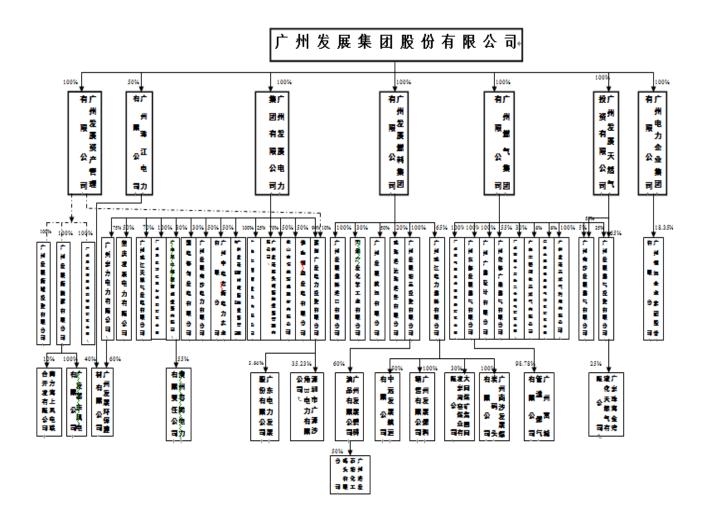
综上所述,作为广东省大型综合能源提供商,公司资本实力很强,债务水平适中,资本结构稳健。随着各业务的稳步发展,公司整体运营情况良好,盈利能力不断提升,整体偿债能力极强。同时,我们也关注到广东省电力需求放缓、煤炭行业景气度较低,或对公司相关业务发展造成一定影响。且随着在建及拟建项目的持续推进,公司或将面临一定的资本支出压力,对此我们将保持关注。

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2014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)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	328,393.59	488,310.39	485,334.86	446,986.20
应收账款净额	104,330.30	108,439.81	113,323.21	109,054.32
存货净额	72,526.68	83,592.44	81119.98	100,277.21
流动资产	547,709.34	727,102.26	744,114.84	708,667.58
长期投资	623,072.89	670,175.95	721,080.96	731,282.38
固定资产合计	1,451,688.93	1,806,159.47	1,825,664.28	1,823,047.14
总资产	2,672,612.91	3,269,182.28	3,373,244.10	3,341,080.49
短期债务	326,685.14	246,008.10	175,935.11	66,128.91
长期债务	642,556.49	1,054,860.06	1,157,257.33	1,162,983.86
总债务 (短期债务+长期债务)	969,241.63	1,300,868.16	1,333,192.44	1,229,112.77
总负债	1,210,475.41	1,677,578.11	1,698,880.85	1,644,808.24
所有者权益(含少数股东权益)	1,462,137.50	1,591,604.17	1,674,363.25	1,696,272.25
营业总收入	1,324,141.01	1,516,446.59	1,662,845.15	399,931.18
三费前利润	169,543.93	242,682.19	283,676.24	57,314.32
投资收益	17,065.70	41,728.11	50,555.51	9,118.58
净利润	78,153.57	117,123.68	146,919.82	26,689.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	211,867.27	298,238.59	355,861.74	-
经营活动产生现金净流量	83,940.91	303,127.15	274,019.61	105,500.59
投资活动产生现金净流量	-257,284.31	-410,192.21	-164,777.17	-26,927.54
筹资活动产生现金净流量	246,352.75	267,026.01	-128,438.54	-116,921.46
现金及现金等价物净增加额	72,911.60	159,916.80	-19,195.53	-38,348.66
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	13.45	16.65	17.70	14.95
所有者权益收益率(%)	5.35	7.36	8.77	6.29
EBITDA/营业总收入(%)	16.00	19.67	21.40	-
速动比率 (X)	0.90	1.09	1.29	1.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.23	0.21	0.34
经营活动净现金/短期债务(X)	0.26	1.23	1.56	6.38
经营活动净现金/利息支出(X)	1.84	4.58	3.68	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	4.51	4.77	-
总债务/EBITDA(X)	4.57	4.36	3.75	-
资产负债率(%)	45.29	51.31	50.36	49.23
总债务/总资本(%)	39.86	44.97	44.33	42.02
长期资本化比率(%)	30.53	39.86	40.87	40.67



附三:基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+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

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业总收入净额)/应收账款平均余额

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(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

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
В	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
В	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。