



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪091号

广东电力发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“广东电力发展股份有限公司2012年公司债券”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
二零一三年五月二十九日

广东电力发展股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	广东电力发展股份有限公司		
发行规模	人民币 12 亿元		
存续期限	2013/3/15~2020/3/15		
上次评级时间	2012 年 9 月 12 日		
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

概况数据

公司简称	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	130.84	188.58	219.75	226.40
总资产（亿元）	350.47	648.49	657.09	683.18
总债务（亿元）	173.75	348.44	335.12	354.09
营业总收入（亿元）	126.42	267.34	294.89	64.18
营业毛利率（%）	13.96	15.76	20.87	21.44
EBITDA（亿元）	28.58	59.05	81.24	21.74
所有者权益收益率（%）	6.03	7.67	12.26	10.97
资产负债率（%）	62.67	70.92	66.56	66.86
总债务/EBITDA（X）	6.08	5.90	4.13	4.07
EBITDA 利息倍数（X）	3.53	2.94	3.91	3.99

注：所有者权益包含少数股东权益

基本观点

2012 年，广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”或“公司”）完成重大资产重组，加之电源建设项目持续推进，电力资产规模大幅提升，电源结构不断改善。同期，受装机规模大幅增加影响，公司发电量大幅增长，各项运营指标持续优化；此外，受益于电价上调及电煤价格低位运行，公司盈利能力大幅提高。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到国家环保力度持续加强、电煤价格波动和电价调整政策以及负债水平存在上升压力等不利因素对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持广东电力发展股份有限公司主体信用等级为**AAA**，维持“2012年广东电力发展股份有限公司公司债券”信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**。

正 面

- 资产规模快速增长，电源结构持续改善。2012 年底，公司完成了重大资产重组，新增可控装机容量 507 万千瓦，新增在建装机容量 139 万千瓦；同时，公司电源建设项目持续推进，电力资产规模显著增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司可控装机容量和权益装机容量分别为 1,487 万千瓦和 1,108 万千瓦，分别同比增长 84.03%和 65.87%；其中火电权益装机占比下降至 79.44%，电源结构有所优化。
- 盈利能力大幅提升。2012 年受煤炭价格回落及电价上调等因素影响，公司实现净利润 26.94 亿元，同比增长 86.21%，经营效益大幅提升。
- 经营性现金流充沛，保障短期偿债能力。公司资本结构较为稳健，负债水平较为合理，且随着盈利及获现能力的提高，2012 年末公司经营性现金净流量增加至 78.52 亿元，为短期债务的偿还提供有力保障。

分 析 师

吴楚斯 eswu@ccxr.com.cn

肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 29 日

关 注

- 国家环保节能力度加强。2012年1月1日起，《火电大气污染物排放标准》(GB13223-2011)正式实施，未来将加大火电企业环保投入，在一定程度上压缩火电企业盈利空间。
- 电煤价格波动和电价调整政策对公司的影响。虽然近年来公司电源结构不断优化，但目前燃煤发电机组占比仍然较大，电煤价格的波动和煤电联动电价调整政策对公司盈利存在一定影响。
- 资本支出压力较大。公司在建和拟建项目较多，且大多处于前期阶段，后续资金需求量较大，公司未来几年或将面临较大的资本支出压力。

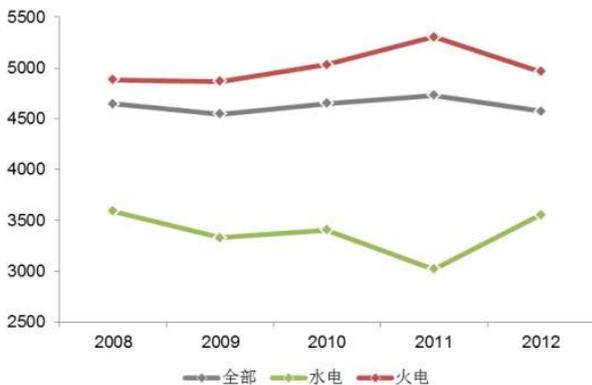
行业关注

2012 年以来我国用电需求增速放缓，加之来水偏丰使得水电发电增加，火电设备利用小时数有所回落

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关。近十年来中国经济以出口及投资为引擎快速发展，工业增加值尤其是重工业保持较快增长，从而带动了旺盛的电力需求。但 2011 年以来欧债危机频发、美国经济复苏缓慢，外围经济环境欠佳，加之我国固定资产投资增速放缓，2012 年全国全社会用电量为 4.96 万亿千瓦时，同比增长 5.5%，增速较上年回落 6.5 个百分点。

从发电机组利用小时数情况来看，2012 年，全国发电设备累计平均利用小时 4,572 小时，同比下降 158 小时。其中，受来水偏丰影响，水电设备平均利用小时为 3,555 小时，高出多年平均水平约 7%，同比提高 536 小时，提高幅度为 17.8%；火电设备平均利用小时为 4,965 小时，处于多年平均以下，同比下降 340 小时，同比下降幅度为 6.4%。

图 1：近年来全国电力设备利用小时数情况



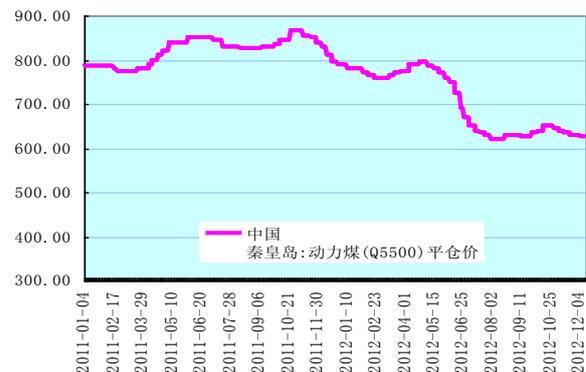
资料来源：中电联，中诚信证评整理

近年随着我国调整电源结构的力度不断加大，火电投资有所下降，而水电保持了较高投资增速。目前我国正处在能源结构调整期，如果新能源出力不足，而火电项目投资下降，“十二五”末期将可能形成一定的电力缺口。但长期来看，随着电源和产业结构调整完善，我国电力供求关系将会再次达到平衡，届时，清洁能源占比更大的电源结构将拉低整体发电设备利用小时数。

2012 年以来，在煤炭价格回落及电价上调的带动下，火电企业盈利水平有所回升，近期煤电联动政策的出台将进一步增强火电企业抗风险能力

近年来受电力需求强劲、电煤需求旺盛、煤炭运力不足等因素影响，我国动力煤供应整体偏紧。2011 年 4 季度以来，受国际煤价下跌，电力行业持续亏损等因素影响，动力煤价格上涨面临一定压力，政府对价格的临时干预措施对煤价产生了一定的抑制作用。另一方面，受宏观经济和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格整体保持回落趋势，尤其是 2012 年 5 月份以来，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌，至 2012 年 12 月 1 日，秦皇岛动力煤（5,500 大卡）价格为 630 元/吨，每吨较 2011 年同期下降了 210 元，降幅达到 25%。

图 2：2011 年以来秦皇岛港动力煤价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2011 年 3 月 28 日，发改委发布了《关于切实保障电煤供应稳定电煤价格的紧急通知》，要求煤炭和电力企业加强自律，保证市场供应和价格稳定，再次重申“限价令”。但上述“限价令”仅限于合同煤，并未扩展到市场煤领域。2011 年 11 月，根据《国家发展改革委关于加强发电用煤价格调控的通知》（发改电[2011]299 号），国家发改委对合同电煤实行临时价格干预。此次价格干预不仅限于合同煤，对市场煤价格涨幅也做了限制。

同时为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本，缓解电力企业经营困难，保障正常合理的电力供应，发改委于 2011 年两次上调电价。2011 年 5 月，发改委下发通知上调全国 15 个省（区、市）上网电价，15 个省平均上调上网

电价约 2 分/千瓦时。2011 年 12 月 1 日发改委再次发布通知上调电价，共影响全国上网电价每千瓦时平均提高约 3 分钱。

2012 年 12 月，国家发改委分别下发了《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》和《关于深化电煤市场化改革的指导意见》，规定自 2013 年起取消电煤重点合同和电煤价格双轨制，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同并协商确定价格；当电煤价格波动幅度超过 5% 时，以年度为周期，相应调整上网电价，同时将电力企业消纳煤价波动的比例由 30% 调整为 10%。中诚信证评认为，目前电煤市场价格已经与大部分电力企业原签订的重点合同煤价格差幅不大，短期内电煤价格并轨政策出台对电力企业盈利影响不大。长期看，煤电联动政策的出台将使火电企业能够有效转嫁电煤价格上涨带来的成本压力，火电企业的整体抗风险能力将得到有效增强。

总体来看，2012 年以来煤炭价格高位回落使得火电企业煤炭成本压力减轻，加之电价上调政策效果显现，大部分火电企业盈利水平有所回升。中诚信证评还将对我国电力体制改革尤其是煤电联动有关政策出台对电力企业的影响保持关注。

自 2012 年 1 月 1 日起，由环境保护部和国家质检总局共同发布的《火电厂大气污染排放标准》(GB13223-2011) 正式实施，未来将加大火电企业环保投入，或将对企业盈利形成新的压力

自 2012 年 1 月 1 日起，由环境保护部和国家质检总局共同发布的《火电厂大气污染排放标准》(GB13223-2011) 正式实施。其中要求：新建机组 2012 年开始、老机组 2014 年开始，其氮氧化物排放量不得超出 100 毫克/立方米。火电厂大气污染治理主要包括除尘、脱硫和脱硝，目前我国火电行业脱硫和除尘装置安装已达到相当高的普及程度。值得关注的是，“十二五”期间，氮氧化物作为刚性约束指标纳入国家污染减排考核范围，而燃煤电厂烟气脱硝设施建设是实现氮氧化物排放总量控制目标的关键。近期，湖北、上海、辽宁、山西、重庆、青海、河北等一些省份的环保

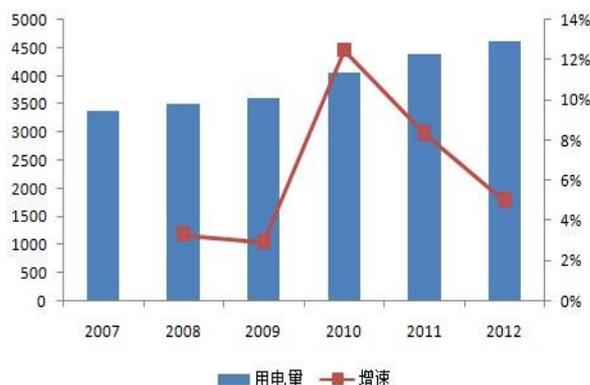
厅已就本省火电脱硝进行了规划。

尽管 2011 年 12 月起，我国已在 14 个省（自治区、直辖市）开始试行每度电 8 厘钱的脱硝电价补贴，并于 2013 年 1 月 1 日将试点范围由 14 省扩大到全国，但该标准并不能完全弥补火电企业经营困难。而最新实施的《火电厂大气污染排放标准》(GB 13223-2011) 中，提高了污染物排放控制要求，并规定到 2015 年，所有火电机组都要安装烟气脱硝设施。为此，火电企业需要加大环保投入，由此将导致生产成本增加、盈利空间受到压缩。中诚信证评将对此保持关注。

业务运营

2012 年受国内经济增速放缓影响，广东省电力需求增速回落，全省全社会用电量为 4619.41 亿千瓦时，同比增长 5.01%，增速较去年下降 3.34 个百分点。同期，由于国内水电来水情况较好，西电东送电量大幅增长，全省 2012 年外购电量 1255.4 亿千瓦时，同比增加 25.59%。在上述因素的影响下，2012 年广东省发电量合计达到 3,593.24 千瓦时，同比增长 1.3%，增速大幅下滑，广东省内发电企业面临日益激烈的竞争局面。

图 3：2007~2012 年广东省用电需求情况



数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

公司是广东省最大的电力上市公司，目前除燃煤发电以外，还涉及 LNG 发电、风力发电、水力发电等多种新能源项目。2012 年公司共实现营业收入 294.89 亿元，同比增长 10.31%；同期受电煤价格低位运行及电价上调影响，营业毛利率为 20.87%，同比增长 5.11 个百分点，盈利能力大幅提高。

2012 年公司完成重大资产重组，加之电源建设项目持续推进，电力资产规模快速增长，电源结构有所改善

2012 年底，公司完成了重大资产重组，向控股股东粤电集团发行 15.78 亿股股份，购买其持有的广前公司 60% 股权、惠州天然气公司 35% 股权、石碑山风能公司 40% 股权、平海发电公司 45% 股权、红海湾发电公司 40% 股权、国华台山 20% 股权和粤电燃料公司 15% 股权，公司新增可控装机容量 507 万千瓦，新增在建装机容量 139 万千瓦；同时，公司控股 70% 的湛江勇士风电项目（49.5MW）和参股 40% 的威信煤电一体化项目（2×600MW）亦于 2012 年顺利投产。截至 2012 年 12 月 31 日，公司可控装机容量和权益装机容量分别为 1,487 万千瓦和 1,108 万千瓦，分别同比增长 84.03% 和 65.87%，公司电力资产规模大幅提升。

表 1：目前公司控股及参股电厂情况

电厂名称	装机结构 (万千瓦)	电源 类型	持股 比例
控股电厂			
沙角 A 电厂	3×21+2×30	火电	100%
湛江电力	4×30	火电	76%
惠来电厂	2×60	火电	65%
粤嘉公司	27	火电	58%
粤江公司	2×30	火电	65%
臻能公司	1×20+1×30	热电	58.3%
湛江中粤	2×60	火电	90%
湛江风电	66×0.15	风电	70%
平海电厂	2×100	火电	45%
汕尾电厂	2×60+2×66	火电	65%
广前电厂	3×39	LNG	100%
惠州电厂	3×39	LNG	67%
石碑山风电	167×0.06	风电	70%
参股电厂			
盘南电厂	4×60	火电	14.3%
阳山中心坑水电站	0.526	水电	40%
云南临沧水电	2.68	水电	40%
猴桥电站	3×1.6+3× 10.5+3×5.6	水电	29%
南澳风电	6	风电	25%
台山电厂	3×100	火电	20%
云南威信电厂	2×60	火电	40%
合计	1,108 (权益)		

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从装机结构来看，随着资产重组的完成，公

司装机结构有所优化。截至 2012 年末，公司火电权益装机容量为 880.14 万千瓦，占公司总权益装机容量的 79.44%，同比降低 6.82 个百分点；风电、LNG 发电及水电权益装机容量分别为 15.43 万千瓦、195.39 万千瓦和 17.04 万千瓦，分别占公司总权益装机容量的 1.39%、17.63% 和 1.54%。此外，公司重组新增资产如广前电厂、红海湾发电、惠州天然气发电及平海电厂等均为高效率大型发电机组，带动公司火电装机结构明显改善。

为进一步优化电源结构，公司近年来积极开发水电、风电等再生能源，以及天然气等清洁能源以提高公司整体抗风险能力。2012 年，公司惠来电厂 3、4 号机组、湛江奥里油改造项目、惠州 LNG 电厂二期天然气热电联产项目、雷州红心楼风电项目获得核准，徐闻外罗海上风电项目获得国家能源局批复同意开展前期工作，广州花都天然气热电冷联产项目获得开发权，一批省内陆上风电资源及云南、湖南等地风电资源获得开发权。随着公司电源项目的持续开发及在建项目的逐步投产，公司的资产规模将持续扩大，装机结构将得到不断改善。但目前，公司装机结构仍以火电为主，且占比较大，公司电源结构仍存在较大调整优化压力。

表 2：公司 2013 年投资计划

项目	投资比例 (%)	年度计划投资 (万元)
电源项目		187,039
韶关电厂扩建项目	65	30,000
大埔电厂项目	100	30,000
茂名博贺项目	100	30,000
湛江风电项目	70	12,000
粤电风电筹备组	100	19,000
惠州 LNG 二期扩建项目	67	10,000
花都天然气热电项目	65	7,600
台山电厂二期项目	20	36,000
南方海上风电联合开发公司	10	2,400
云南威信煤电联营项目	40	3,960
云南临沧大丫口水电项目	49	5,579
其他前期项目	-	500
其他项目		13,700
沙角 A 电厂脱硝工程	100	12,000
省风电公司股权收购	100	1,700
合计		200,739

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

与此同时，中诚信证评也关注到，公司在建及拟建项目中，尚有大量项目处于前期阶段，后续投资资金压力较大。2013年，公司计划对外投资规模达到200,739万元，其中对在建和前期开发的电源项目投资187,039万元，其他项目投资13,700万元。中诚信证评将对公司在建项目的资金配套情况予以持续关注。

受益于重组后电力资产规模的增加，公司2012年发电量大幅增长，主要运营指标持续优化；在电价上调及电煤价格低位运行的双重利好下，公司盈利能力大幅提升

受益于公司资产重组后装机规模的大幅提高，公司控股电厂2012年完成发电量和售电量分别达684.58亿千瓦和643.98亿千瓦，同比分别大幅增加93.9%和95.57%，完成全年上网电量计划的174.27%。按权益比例折算，公司全年权益发电量和上网电量分别为538.79亿千瓦和506.03亿千瓦，同比分别增长59.49%和59.83%。同期，公司发电机组平均利用小时数为5,700小时，同比提高51小时。

表3：2011~2012年公司主要运营数据

	2011	2012
可控装机容量(万千瓦)	808	1,478
权益装机容量(万千瓦)	668	1,108
发电量(亿千瓦时)	353.05 (调整前) 639.34 (调整后)	684.59
权益发电量(亿千瓦时)	337.82 (调整前) 602.12 (调整后)	337.82
设备平均利用小时数	5,649	5,700
平均供电煤耗(克/千瓦时)	339.41	321.68
平均上网电价(元/千瓦时)(不含税)	437.51	451.63
标煤单价(元/吨)	931.76	880.12
已完成脱硝改造机组占比	50%	75%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司新增火电机组均为高参数、低能耗大型燃煤发电机组，加之下属控股及参股燃煤机组已全部配备脱硫设施，同时2012年公司完成了湛江电厂1、4号机组、沙角A电厂5号机组综合改造工作，以及沙角A电厂5号机组、湛江电厂3号机组脱硝工程建设，主要运营指标不断优化。2012年公司已完成脱硝改造机组占比从2011年

的50%提高至75%；同期平均供电煤耗为321.68克/千瓦时，同比下降5.22%。

电价方面，公司旗下电厂2011年全年至2012年上半年多次上调电价（2次整体上调，若干次局部地区电厂上调），带动公司2012年平均上网电价较2011年提高14.12元/千瓦时（不含税），为451.63元/千瓦时（不含税）。同时，2012年国内电煤价格持续低位运行，公司标煤采购单价同比下降5.54%，为880.12元/吨（不含税），燃料成本大幅下降。在电价上调及电煤价格低位运行的双重利好下，公司2012年实现毛利率20.87%，同比提高5.11个百分点，盈利能力大幅提升。

产业链延伸持续推进，产业协同效应不断提升，综合抗风险能力进一步增强

在立足电力主业的同时，公司也不断向上下游相关产业链进行延伸，参与煤电联营、港口航运及能源等领域的投资。

目前，公司参股40%的山西粤电能源有限公司下属共有霍尔辛赫和内蒙古伊泰京粤酸刺沟两处煤矿，上述煤矿设计产能分别为300万吨/年和1,200万吨/年，2012年煤炭产量分别为330.77万吨和1319.82万吨。此外，云南省威信云投粤电扎西能源有限公司下属的云南省威信县观音山煤矿为煤电联营项目，其设计产能为240万吨/年。该项目于2012年5月获得国家发改委核准，目前正在办理采矿证等相关工作。

港口及运输项目方面，公司100%控股的博贺煤炭码头项目于2012年6月获得国家发改委核准，建设进展顺利。该项目拟建设1个10万吨级卸煤码头（码头结构按15万吨级设计）、1个3.5万吨级装煤码头、1个工作船码头和防波堤、护岸等其他港口配套设施。码头设计总吞吐量为1,300万吨/年，其中卸煤能力1,000万吨/年，装煤能力600万吨/年。公路出港运煤能力50万吨/年，铁路出港运煤能力650万吨/年，配煤能力1,000万吨/年，并具备120万吨的能源安全战略储备能力。项目总投资达28.2亿元。

总体来看，近年来公司持续加大在煤炭、港口以及运输方面的资本投入，产业链延伸持续推

进，产业协同效应不断提升，公司综合抗风险能力进一步增强。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司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 年一季度财务报表。其中，2010 年、2011 年的数据分别采用 2011 年和 2012 年财务报表的期初重列数。

资本结构

近年来，公司电源建设项目稳步推进，资产规模逐年增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产达 657.09 亿元，同比增长 1.33%。同时，随着公司 2012 年定向增发 15.78 亿股 A 股进行资产收购，公司所有者权益大幅增加。截至 2012 年 12 月 31 日，公司所有者权益（含少数股东权益）合计为 219.75 亿元，同比增长 16.53%。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总资产和所有者权益进一步增加至 683.18 亿元和 226.40 亿元，分别较年初增长 3.97% 和 3.03%。

图 4：2010~2013.Q1 公司资本结构分析

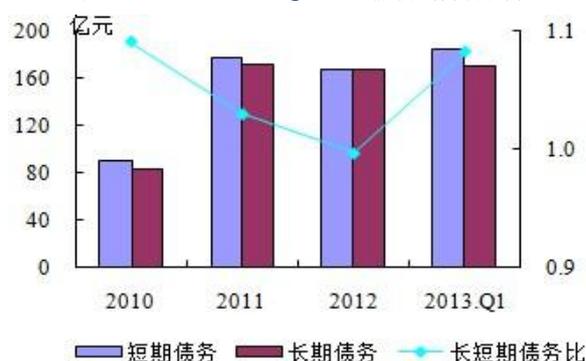


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，随着部分到期债务的偿还及自有资本实力的增强，公司总债务规模和负债水平均有所下降。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务为 335.12 亿元，同比下降 3.82%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 66.56% 和 60.40%，同比分别下降 4.36 和 4.48 个百分点。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总债务为 354.09 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 66.86% 和 61.00%。

从债务期限结构来看，近年来公司短期债务占比呈现下降态势，债务结构有所优化。截至 2012 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.00，同比下降 0.03。2013 年 1 月和 3 月，公司分别发行了 13 亿元的短期融资券和 12 亿元公司债，长短期债务比提升至 1.08。

图 5：2010~2013.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，公司资产规模稳步提升，自有资本实力不断增强，负债水平合理，资本结构较为稳健。但公司目前在建及拟建项目较多，较大规模的资本支出将使公司未来债务水平存在上行压力。

盈利能力

2012 年在售电量增加、上网电价上调等因素带动下，公司实现营业收入 294.89 亿元，同比增长 10.31%。2013 年一季度，受广东地区电力需求持续疲软影响，公司发电量有所下滑，1~3 月实现营业收入 64.18 亿元，较上年同期下滑 1.5%。毛利方面，公司目前电源结构仍以火电机组为主，故其毛利空间受燃煤价格波动影响较为明显。2012 年受益于国内电煤价格回落及电价上调，公司营业毛利率提升至 20.87%，同比提高 5.11 个百分点，盈利能力大幅提高。2013 年第一季度，随着燃料成本的进一步下降，公司经营效益持续提高。2013 年 1~3 月，公司营业毛利率为 21.44%，较年初提高 0.57 个百分点。

图 6: 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

公司期间费用主要集中在管理费用和财务费用两方面。2012 年, 公司管理费用和财务费用分别为 8.69 亿元和 18.05 亿元, 三费合计 26.78 亿元, 三费收入占比为 9.08%, 同比上升 0.19 个百分点。其中, 2012 年由于部分贷款利息停止资本化导致财务费用较上年增长 26.34%。2013 年 1~3 月, 公司三费合计为 6.89 亿元, 三费收入占比为 10.73%。考虑到公司未来债务规模存在进一步上升的可能, 预计其财务费用仍将保持增长态势。

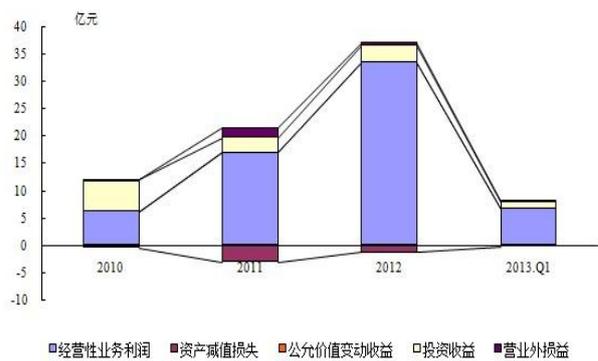
表 4: 2010~2013.Q1 公司三费情况分析

	单位: 亿元			
	2010	2011	2012	2013.Q1
销售费用	0.01	0.02	0.05	0.01
管理费用	6.69	9.45	8.69	1.84
财务费用	4.52	14.29	18.05	5.03
三费合计	11.22	23.75	26.78	6.89
营业总收入	126.42	267.34	294.89	64.18
三费收入占比	8.88%	8.89%	9.08%	10.73%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润构成看, 公司利润总额主要由经营性业务利润及投资收益构成。2012 年, 公司盈利能力大幅提升, 全年实现经营性业务利润 33.38 亿元, 同比增长 97.86%; 此外, 公司投资参股企业共取得投资收益 3.20 亿元, 同比增长 14.11%。总体来看, 受经营性业务利润和投资收益大幅增长的影响, 公司 2012 年利润总额同比增长 94.20%, 为 35.80 亿元, 净利润 26.94 亿元, 同比增长 86.21%。2012 年 1 季度, 公司实现利润总额 8.02 亿元, 净利润 6.21 亿元。

图 7: 2010~2013.Q1 公司利润总额构成情况



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

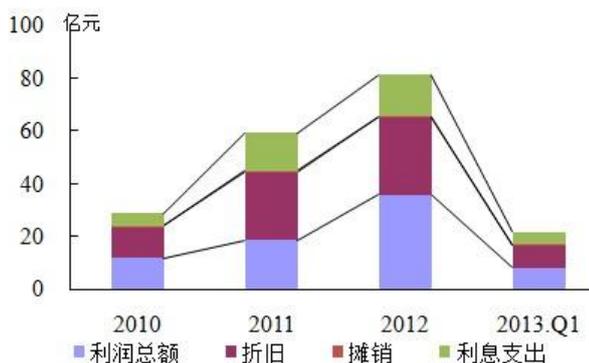
总体来看, 2012 年受益于燃煤成本下降和电价上调影响, 公司经营效益大幅提升, 但随着电煤重点合同的取消及电煤价格的并轨, 公司在燃料成本控制方面仍具有一定的不确定性。考虑到公司盈利空间受燃煤价格波动影响较为明显, 中诚信证评将对此保持关注。

偿债能力

截至 2012 年末, 公司总债务为 335.12 亿元, 较上年略有下降, 其中短期债务为 167.32 亿元, 长期债务为 167.80 亿元。截至 2013 年 3 月 31 日, 公司总债务规模为 354.09 亿元, 其中短期债务为 184.06 亿元, 长期债务为 170.03 亿元。

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2012 年随着公司盈利能力的大幅提升, 利润总额较上年增加较多, 公司 EBITDA 增加至 81.24 亿元, EBITDA/营业总收入为 27.55。2012 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 4.13 倍和 3.91 倍; 截至 2013 年 3 月 31 日, 公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 4.07 倍和 3.99 倍, EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平有所提高。

图 8：2010~2013.Q1 公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2012 年得益于公司盈利的增加，公司现金流较为充裕，当年经营活动净现金流为 78.52 亿元，同比增长 44.25%，经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数分别增加至 0.23 倍和 3.77 倍，公司经营活动净现金流对债务的保障水平进一步加强。2013 年第一季度，随着公司盈利能力的进一步提升，公司经营活动净现金流对总债务的保障倍数增加至 0.25 倍。

表 5：2010~2013.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2010	2011	2012	2013.Q1
EBITDA (亿元)	28.58	59.05	81.24	21.74
经营活动净现金流 (亿元)	6.35	54.43	78.52	21.55
资产负债率 (%)	62.67	70.92	66.56	66.86
总资本化比率 (%)	57.04	64.88	60.40	61.00
经营活动净现金流/利息支出 (X)	0.78	2.71	3.77	3.95
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.04	0.16	0.23	0.24
EBITDA 利息倍数 (X)	3.53	2.94	3.91	3.99
总债务/EBITDA (X)	6.08	5.90	4.13	4.07

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 年末，公司担保余额合计 29.36 亿元，担保比率为 13.36%；其中对外担保余额合计 15.68 亿元。考虑到公司担保对象主要为下属控股及参股企业，且经营情况良好，对外担保风险可控。

公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2012 年末，公司共获得各家银行授信额度合计 48 亿元，已使用额度为 27.33 亿元，备用流动性较为充足。

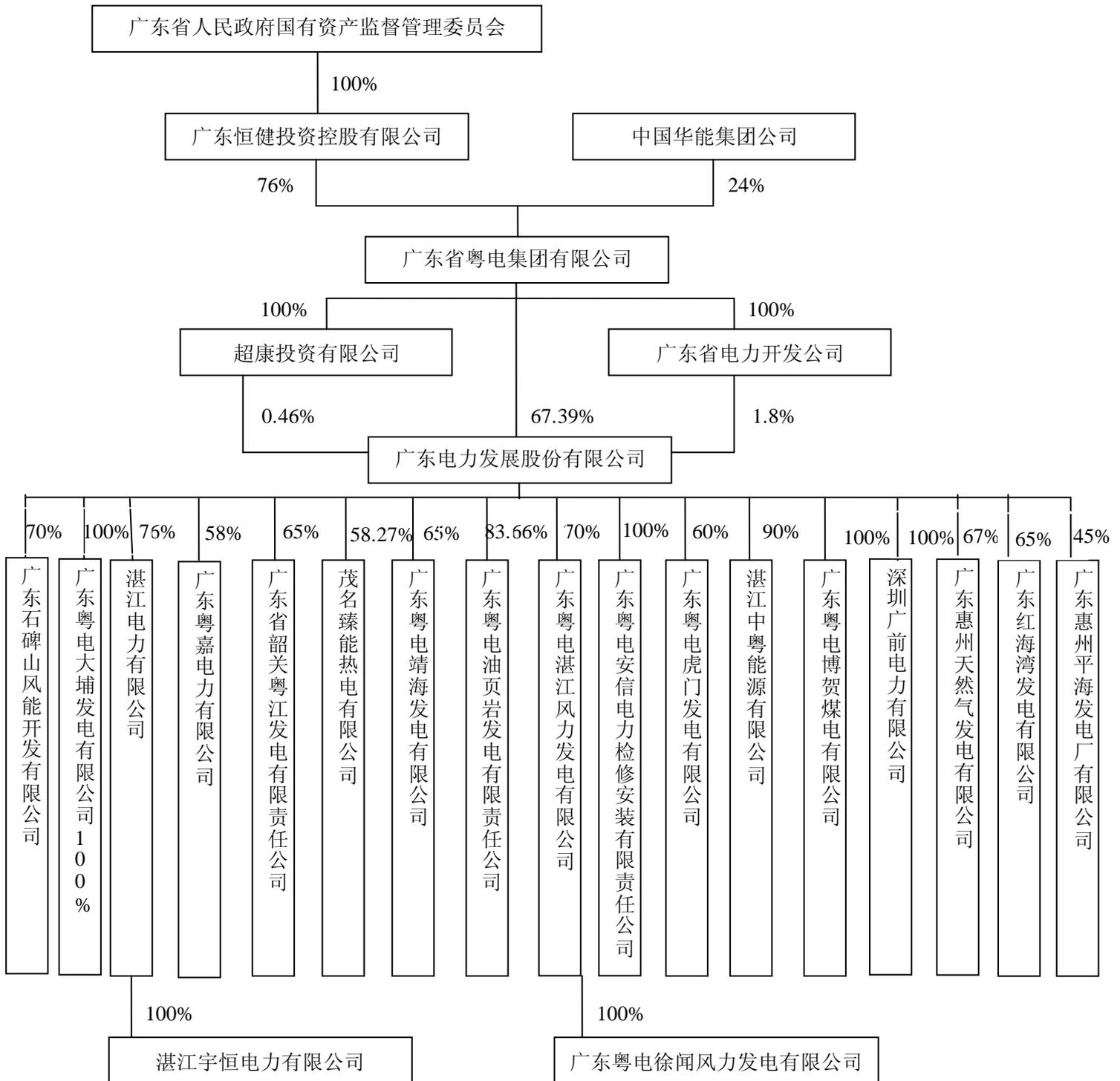
中诚信证评认为，近年来较大的新建电力资产规模给公司带来一定的资本支出压力，但 2012 年以来煤炭价格持续低位运行大大减轻了公司的

成本压力，加之电价上调，公司盈利能力大幅提升。总体来看，公司负债水平适中，资本结构较为稳健，综合实力不断提升，且未来随着电源建设项目的持续推进，电源结构将不断改善，公司整体抗风险能力将不断提升，其整体信用水平保持稳定。

结 论

综上，中诚信证评维持发行主体粤电力主体信用等级为 **AAA**，维持“2012 年广东电力发展股份有限公司公司债券”信用等级为 **AAA**，评级展望稳定。

附一：广东省电力发展股份有限公司股权结构图



附二：广东电力发展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	189,402.12	404,052.02	287,076.45	506,934.55
应收账款净额	184,103.84	322,157.01	305,954.94	326,952.72
存货净额	85,224.79	215,207.02	183,902.30	232,250.82
流动资产	627,863.82	1,199,550.81	1,116,203.86	1,372,921.95
长期投资	582,227.34	434,785.30	629,381.77	644,757.08
固定资产合计	2,235,151.49	4,631,952.86	4,606,605.74	4,571,576.94
总资产	3,504,654.31	6,484,922.96	6,570,865.95	6,831,826.54
短期债务	906,523.35	1,767,957.43	1,673,179.42	1,840,646.68
长期债务	830,945.99	1,716,429.44	1,678,047.25	1,700,297.83
总债务(短期债务+长期债务)	1,737,469.33	3,484,386.87	3,351,226.67	3,540,944.51
总负债	2,196,216.62	4,599,126.38	4,373,390.29	4,567,788.15
所有者权益(含少数股东权益)	1,308,437.69	1,885,796.58	2,197,475.65	2,264,038.39
营业总收入	1,264,220.81	2,673,410.56	2,948,927.36	641,827.31
三费前利润	173,994.31	406,250.47	601,630.53	135,152.30
投资收益	58,572.74	28,053.90	32,011.12	13,233.00
净利润	78,839.18	144,652.88	269,359.90	62,071.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	285,759.05	590,452.80	812,403.44	217,428.59
经营活动产生现金净流量	63,549.77	544,316.13	785,178.62	215,535.71
投资活动产生现金净流量	-436,893.84	-673,559.75	-290,295.05	-23,937.87
筹资活动产生现金净流量	388,862.77	277,974.73	-617,545.74	28,260.25
现金及现金等价物净增加额	15,518.70	148,731.12	-122,662.17	219,858.10
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	13.96	15.76	20.87	21.44
所有者权益收益率(%)	6.03	7.67	12.26	10.97
EBITDA/营业总收入(%)	22.60	22.09	27.55	33.88
速动比率(X)	0.41	0.37	0.38	0.44
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	0.16	0.23	0.24
经营活动净现金/短期债务(X)	0.07	0.31	0.47	0.47
经营活动净现金/利息支出(X)	0.78	2.71	3.77	3.95
EBITDA 利息倍数(X)	3.53	2.94	3.91	3.99
总债务/EBITDA(X)	6.08	5.90	4.13	4.07
资产负债率(%)	62.67	70.92	66.56	66.86
总债务/总资本(%)	57.04	64.88	60.40	61.00
长期资本化比率(%)	38.84	47.65	43.30	42.89

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

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 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

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。