



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪109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贵公司拟发行的“广东电力发展股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，维持本期债券的信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月十六日

2012年广东电力发展股份有限公司公司债券跟踪评级报告（2014）

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	2013/03/15-2020/03/15		
上次评级时间	2013 年 5 月 29 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

粤电力	2011	2012	2013	2014.3
所有者权益（亿元）	188.58	219.75	255.93	263.63
总资产（亿元）	648.49	657.09	679.19	671.34
总债务（亿元）	348.44	335.12	327.87	314.58
营业总收入（亿元）	267.34	294.89	308.31	70.10
营业毛利率（%）	15.76	20.87	26.42	23.49
EBITDA（亿元）	59.05	81.24	108.10	-
所有者权益收益率（%）	7.67	12.26	16.97	17.56
资产负债率（%）	70.92	66.56	62.32	60.73
总债务/EBITDA (X)	5.90	4.13	3.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.94	3.91	5.68	-

注：所有者权益包含少数股东权益

基本观点

2013 年，广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”或“公司”）电源建设项目持续推进，电力资产规模稳步提升，公司发电量和售电量持续增长，主要运营指标持续优化；此外，受益于电煤价格低位运行及投资收益不断上升，公司盈利能力大幅提高。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到发电机组平均利用小时数下降、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**，评级展望为**稳定**，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**。

正面

- 电力资产继续扩大，发电能力持续提高。截至 2013 年末，公司可控装机容量和权益装机容量分别达到 1,787 万千瓦和 1,328 万千瓦，全年发电量 719.24 亿千瓦时。未来几年，随着新建机组的陆续投产和电力资产的收购，公司发电能力有望进一步提升。
- 盈利能力大幅提升。2013 年受煤炭价格持续低位运行及公司投资收益不断上升等因素影响，公司实现净利润 43.43 亿元，同比增长 61.24%，经营效益大幅提升。
- 经营性现金流充沛，短期偿债能力增强。公司资本结构较为稳健，负债水平较为合理，债务结构不断优化，且随着盈利及获现能力的提高，2013 年末公司经营性现金净流量增加至 97.10 亿元，为短期债务的偿还提供有力保障。

分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 16 日

关 注

- 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。
- 发电机组平均利用小时数有所下降。由于受电力需求增速放缓并且伴随西部大型水电相继投产西电大幅增送等因素影响，2013 年公司火电发电机组平均利用小时数下降至 5,085 小时，需关注机组平均利用小时数下降对公司盈利能力的影响
- 存在一定的资本支出压力。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一定的资本支出压力。

行业关注

2013年国内宏观经济企稳，电力需求上升，火电设备装机容量保持增长，仍居主导地位

2013年随着我国宏观经济企稳，尤其下半年以来，工业生产回暖、持续高温等因素影响，国内电力需求保持稳定增长，全年社会用电量53,223亿千瓦时，同比增长7.5%，增速同比提高1.9个百分点。

2013年我国电力行业发电量为52,451亿千瓦时，同比增长7.6%，增速同比上升2.4个百分点。发电结构方面看，火电发电量为42,153亿千瓦时，同比增长6.9%，增速同比上升6.3个百分点；同期，受来水偏枯的影响，水电发电量为7,891亿千瓦时，同比增长7.2%，增速同比下滑18.6个百分点。

2013年，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用小时为4,511小时，同比减少68小时，下降幅度为1.5%。其中火电设备平均利用5,012小时，比2012年同期增加30小时；水电设备平均利用3,318小时，同比减少273小时，主要由于汛期来水偏少所致；风电设备平均利用2,080小时，同比增加151小时；核电设备平均利用7,893小时，同比增加38小时。

图1：2009~2013年全国发电设备利用小时变化



资料来源：中电联，中诚信证评整理

设备装机容量方面，截至2013年12月末，全国全口径发电设备装机容量达124,738万千瓦，同比增长9.2%，增速较2012年同期上升1.4个百分点。其中，水电、火电、核电、风电装机容量分别达到28,002、86,238、1,461和7,548万千瓦，累计增速分别为12.3%、5.7%、16.2%和24.5%。

电源结构方面，2013年，水电、核电、风电、太阳能等清洁能源比重有所上升，合计占比达到

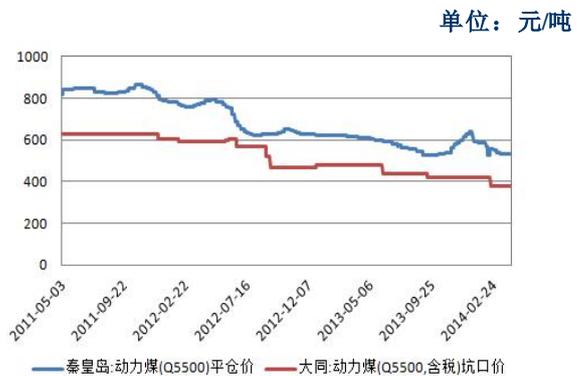
28.44%，比上年提高0.94个百分点；2013年火电装机容量占比约为69.14%，较上年同期下降2.42个百分点。

总的来看，未来火电新增装机速度有所放缓，电源结构有所优化，但以煤炭为主的能源结构决定了火电在我国电源结构中仍居主导地位。

煤炭价格维持下行走势，火电企业成本控制压力减轻

2011年4季度以来，受国内外经济走势疲软、电力需求下降、产能建设超前、国际煤价下跌等因素影响，国内动力煤价格上涨面临一定压力，尤其自2012年5月以来，下游需求疲软导致煤炭库存持续上升，煤炭价格持续下跌。进入2013年后，国内宏观经济企稳向好，火力发电等行业对煤炭需求有所回升，煤价跌幅有所收窄，但总体仍保持低位震荡的态势。截至2013年12月31日，秦皇岛动力煤(5,500大卡)平仓价为640元/吨，每吨较2012年同期上涨20元。2014年上半年全国煤炭市场供需总体宽松，行业结构性过剩态势仍难以改变。

图2：2011年以来动力煤价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2012年以来煤炭价格的逐步回落使得火电企业的成本压力有所减轻，企业盈利水平有较大幅度的回升。国家发改委下发的《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年起不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架，取消煤炭重点合同，取消电煤价格双轨制，由电力企业和煤炭企业自主协商确定价格并签订合同，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。中诚信证评认为，长期看煤电联动政策的出台将有力地促进电煤市场化发展，使市场供需成为电煤价格的主要决定因素，火电企业整体抗风险能力将得到增强。

脱硝政策出台，给火电企业带来一定程度的环保设施投入压力，同时对 2013 年 9 月国家发改委下调煤电机组上网电价对企业盈利能力的影响保持关注

近年来国内电力行业逐步推行了“上大压小”、“节能减排”、支持新能源、鼓励脱硫脱硝改造等多项行业政策。为进一步提高电力企业脱硝的积极性，国家发改委于 2013 年 1 月下发了《关于扩大脱硝电价政策试点范围有关问题的通知》，规定自 2013 年 1 月 1 日起，将脱硝电价试点范围由现行 14 个省（自治区、直辖市）的部分燃煤发电机组扩大为全国所有的燃煤发电机组，脱硝电价上网补贴标准为 0.008 元/千瓦时。发电企业执行脱硝电价后所增加的脱硝资金暂由电网企业支付。

2013 年 9 月，国家发改委下发了《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“通知”）。《通知》要求自 2013 年 9 月 25 日起降低有关省（自治区、直辖市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；提高上海、江苏、浙江等省（区、市）天然气发电上网电价。《通知》规定，全国省级电网中除云南省和四川省未作调整外，其他均下调了煤电机组的上网电价，降价幅度从 0.009 元/千瓦时~0.025 元/千瓦时不等，其中江浙沪三地降幅最大，为 0.025 元/千瓦时。在上述地区煤电上网电价下调的同时，对脱硝达标并经环保部门验收合格的企业，上网电价可提高 0.01 元/千瓦时；对采用新技术进行除尘达标的企业，上网电价再提高 0.002 元/千瓦时。

整体看，由于电煤价格下降幅度仍高于此次电价下调幅度，加之国家脱硝补贴、除尘补贴标准的出台，此次电价调整对于环保水平较高、成本管控能力较强的企业影响程度不大，火电企业的整体盈利能力仍有所好转，中诚信证评将对火电企业盈利能力的变化保持关注；同时，政策出台将促使火电企业持续加大对除尘脱硝等环保建设的投入力度。

业务运营

2013 年受国内经济增速放缓影响，广东省电力需求增速继续放缓，全省全社会用电量为 4,830.13 亿千瓦时，同比增长 4.56%，增速较去年略微下降 0.45 个百分点。同期，全省累计实现外购电量 1,209.55 亿千瓦时，同比增加 5.55%，外购电量增速较上年大幅下降。在上述因素的影响下，2013 年广东省发电量合计达到 3,768.37 亿千瓦时，同比增长 3.4%，增速较上年下降 1.3 个百分点。

图 3：2009~2013 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。2013 年公司共实现营业收入 308.31 亿元，同比增长 4.55%；同期受电煤价格低位运行影响，营业毛利率为 26.42%，同比增长 5.55 个百分点，盈利能力大幅提高。

2013 年公司电源建设项目持续推进，电力资产规模快速增长；虽然近年来公司电源结构有所改善，但仍以火电为主，尚存在较大优化调整空间

2013 年，公司继续推进新项目建设和开发，全年实际完成在建和前期开发项目投资总额达 243,678 万元，其中公司控股 65% 的广东粤电靖海发电有限公司建设经营的惠来电厂#3、#4 机组、茂名臻能热电有限公司建设经营的茂名电厂#7 机组分别于 2013 年初和年底投产发电；韶关电厂和大埔电厂“上大压小”工程获得国家发改委核准，广东粤电白风电有限公司投资开发的热热水风电场项目和

广东粤电湛江风力发电有限公司投资开发的石板岭风电场项目、徐闻曲界风电场项目获得广东省发改委核准；茂名博贺电厂项目、惠来电厂二期#5、#6机组、平海电厂一期#3、#4机组和汕尾电厂二期#5、#6机组等项目正在按计划推进前期工作。截至2013年12月31日，公司可控装机容量和权益装机容量分别为1,787万千瓦和1,328万千瓦，分别同比增长20.17%和19.89%，公司电力资产规模保持稳步增长势头。

表1：目前公司控股及参股电厂情况

电厂名称	总装机容量 (万千瓦)	电源 类型	持股 比例
控股电厂			
沙角A电厂	123	火电	100%
前湾LNG	117	LNG	100%
韶关#10、#11	60	火电	90%
湛江调顺电厂	120	火电	90%
湛江发电厂	120	火电	76%
洋前项目、勇士项目	9.9	风电	70%
石碑山风电场	10	风电	70%
惠州LNG	117	LNG	67%
惠来电厂	320	火电	65%
汕尾电厂	252	火电	65%
茂名#5、#6	110	热电	58.27%
梅县发电厂	27	火电	58%
平海发电厂	200	火电	45%
参股电厂			
新塘房水电站	2.68	水电	49%
中心坑水电站	0.526	水电	40%
云南威信电厂	120	火电	40%
槟榔江水电站	53.1	水电	29%
南澳风电	6	风电	25%
江坑水电站	0.45	水电	25%
台山电厂	500	火电	20%
盘南电厂	240	火电	14.30%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从装机结构来看，2013年伴随着惠来电厂新增2台百万千瓦火电机组投产，公司火电权益装机容量占比有所上升，截至2013年末，公司火电权益装机容量为1,100万千瓦，占公司总权益装机容量的82.83%，同比增加3.39个百分点；风电、LNG发电及水电权益装机容量分别为16万千瓦、195万千瓦和17万千瓦，分别占公司总权益装机容量的1.20%、14.68%和1.28%。整体来看，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空间。

表2：公司2014年投资计划

项目	投资比例 (%)	年度计划投资 (万元)
电源项目		180,304
韶关电厂扩建项目	90	65,300
大埔电厂项目	100	30,000
茂名博贺项目	100	55,000
湛江风电项目	70	7,500
省风电	100	4,000
惠州LNG二期扩建项目	67	11,210
花都天然气热电项目	65	1,300
南方海上风电联合开发公司	10	4,000
云南临沧凤庆技改项目	49	1,269
一批气电前期项目	—	725
其他项目		6,300
粤江脱硝技改	90	6,300
合计		186,604

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从在建及拟建项目来看，目前公司尚有大量项目处于前期阶段，存在一定的后续投资资金压力。2014年，公司计划对外投资规模达到186,604万元，其中对在建和前期开发的电源项目投资180,304万元，其他项目投资6,300万元。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。

公司发电机组平均利用小时数有所下降，但得益于电煤价格低位运行和电力资产规模的持续增加，公司盈利能力有所提升

随着公司电力资产规模的持续增加，公司发电量和售电量均保持增长势头。公司控股电厂2013年完成发电量达719.24亿千瓦时，同比上升5.06%；完成售电量677.11亿千瓦时，同比上升5.14%，完成全年上网电量计划的91.69%。按权益比例折算，公司全年权益发电量和权益上网电量分别为605.93亿千瓦时和570.22亿千瓦时，同比分别增长10.31%和10.45%。同期，由于受电力需求增速放缓并且伴随西部大型水电相继投产西电大幅增送等因素影响，2013年公司火电发电机组平均利用小时数由上年的5,700小时下降至5,085小时。中诚信证评将关注发电机组平均利用小时数下降对公司盈利能力的影响。

表 3: 2012~2013 年公司主要运营数据

	2012	2013
可控装机容量 (万千瓦)	1,487	1,788
权益装机容量 (万千瓦)	1,108	1,328
发电量 (亿千瓦时)	684.58	719.24
权益发电量 (亿千瓦时)	538.79	605.93
设备平均利用小时数	5,700	5,085
平均供电煤耗 (克/千瓦时)	321.68	319.84
平均上网电价 (元/千瓦时) (不含税)	451.63	449.95
标煤单价 (元/吨)	880.12	762.00

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

由于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, 且公司于 2013 年完成沙角 A 电厂 4 号机组、湛江电厂 2 号机组、韶关电厂 11 号机组通流改造项目, 改造后上述三个机组合计平均供电煤耗降低 25 克/千瓦时, 因此运营指标不断优化。同时, 随着沙角 A 电厂 4 号机组、惠来电厂 1 号机组、湛江电厂 2 号机组以及茂名电厂 5 号机组脱硝装置的建成投运, 公司整体已完成脱硝改造机组占比进一步提高。

电价方面, 2013 年 9 月, 国家发改委下调全国燃煤机组上网电价, 同时对脱硝和除尘达标的燃煤发电企业, 上网电价分别提高至 1 分/千瓦时 (原标准为 0.8 分/千瓦时) 和 0.2 分/千瓦时。公司燃煤发电机组装机比重较大, 2013 年 9 月燃煤机组上网电价下调使得盈利能力受到一定负面影响, 但由于煤电企业所在区域和环保水平等情况影响程度不一, 总体影响程度较为有限。同时由于 2012 年以来煤炭价格下行明显, 根据煤电联动政策, 煤电机组上网电价或将进一步下调, 中诚信证评对未来电价的调整保持关注。

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。

煤电联营方面, 公司参股 40% 的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, 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。2013 年该项目完成进尺 11,481 米, 累计完成 41,290 米, 计划于 2014 年 7 月 1 日二井首采面试生产。

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, 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。项目目前防浪堤及防波堤已累计完成总体工程量的 30.4%, 港内护岸抛石累计完成工程量的 13.54%, 完成炸礁总量的 46.6%。项目总投资达 28.49 亿元, 截至 2014 年 3 月 31 日, 项目已投资 3.53 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

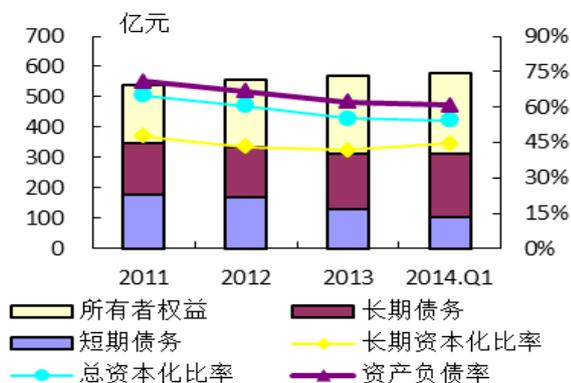
以下分析主要基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2012 年度合并财务报告, 和经毕马威华振会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2013 年度合并财务报告以及未经审计的 2014 年一季度财务报表。其中, 2011 年的数据采用 2012 年财务报表的期初重列数。

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 2013 年 12 月 31 日, 公司总资产达 679.19 亿元, 同比增长 3.36%。受益于近年较好的盈余积累, 公司自有资本实力逐年提升。截至 2013 年 12 月 31 日, 公司所有者权益 (含少数股东权益) 合计为 255.93 亿元, 同比增长 16.46%。截至 2014 年 3 月 31 日, 公司总资产达 671.34 亿元,

较年初下降 1.15%；所有者权益为 263.63 亿元，较年初上升 3.01%。

图 4：2011~2014.Q1 公司资本结构分析

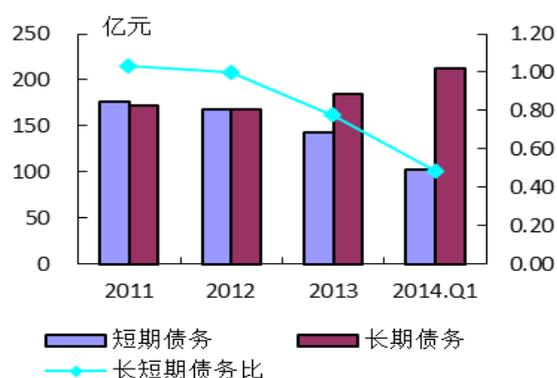


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 327.87 亿元，同比下降 2.17%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 62.32% 和 56.16%，同比均下降 4.24 个百分点。截至 2014 年 3 月 31 日，公司总债务为 314.58 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 60.73% 和 54.41%。

从债务期限结构来看，由于公司于 2013 年 3 月发行规模为 12 亿元的公司债券，长期债务规模上升，债务结构趋于合理。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务达 143.24 亿元，同比下降 14.39%，长期债务达 184.63 亿元，同比上升 10.03%，长短期债务比为 0.78。2014 年一季度，随着长期债务继续上升，公司长短期债务比下降至 0.48，整体债务结构持续优化，偿债压力较小。

图 5：2011~2014.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

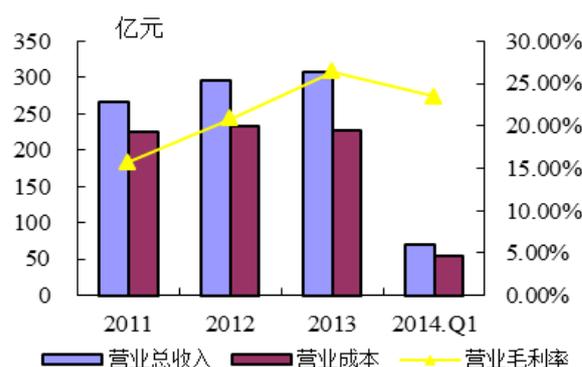
综合来看，公司资产规模稳步提升，自有资本实力不断增强，负债水平合理，资本结构较为稳健。

公司目前在建及拟建项目较多，存在一定规模的资本支出，面临一定的资本支出压力。

盈利能力

2013 年收益于售电量有所上升，公司全年共实现营业收入 308.37 亿元，同比增长 4.55%。2014 年一季度，公司售电量保持稳定增长势头，公司 1~3 月累计实现营业收入 70.10 亿元，较上年同期增加 9.23%。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。收益于国内电煤价格保持低位运行，2013 年公司毛利率上升至 26.42%，同比提高 5.55 个百分点。2014 年一季度，随着 2013 年末电价下调，公司毛利率有所下滑至 23.49%，较年初下降 2.93 个百分点。

图 6：2011~2014.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。2013 年，公司管理费用和财务费用分别为 9.48 亿元和 18.87 亿元，三费合计 28.41 亿元，三费收入占比为 9.21%，同比上升 0.13 个百分点。由于公司于 2013 年发行 12 亿元公司债券和 13 亿元短期融资券，财务费用有所上升，同比增加 4.55%。2014 年 1~3 月，公司三费合计为 6.07 亿元，三费收入占比为 8.65%。考虑到公司未来债务规模存在进一步上升的可能，预计财务费用将可能增长。

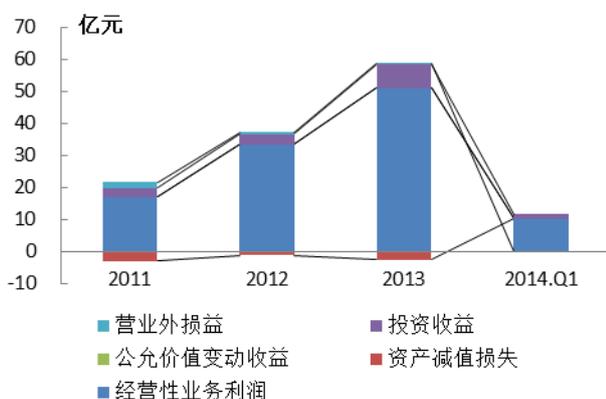
表 4：2011~2014.Q1 公司三费情况分析

	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	0.02	0.05	0.06	0.01
管理费用	9.45	8.69	9.48	1.65
财务费用	14.29	18.05	18.87	4.41
三费合计	23.75	26.78	28.41	6.07
营业总收入	267.34	294.89	308.31	70.10
三费收入占比	8.89%	9.08%	9.21%	8.65%

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。2013 年，公司盈利能力大幅提升，全年实现经营性业务利润 50.84 亿元，同比增长 52.31%；此外，由于公司于 2012 年末新参股台山电厂经营效益较好，公司全年取得投资收益达 7.42 亿元，同比增长 131.65%。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 2013 年利润总额同比增长 55.90%，为 55.80 亿元，净利润 43.43 亿元，同比增长 61.24%。2014 年一季度，公司实现利润总额 11.30 亿元，净利润 8.68 亿元。

图 7：2011~2014.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，2013 年受益于售电量上升、燃煤成本下降和投资收益增长，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。

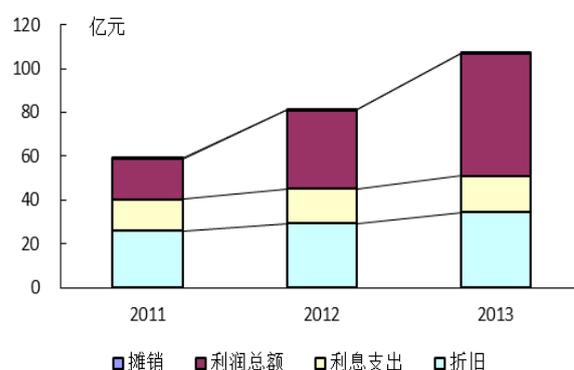
偿债能力

2013 年公司偿还部分债务，总债务规模有所下降。截至 2013 年末，公司总债务为 327.87 亿元，同比下降 2.17%，其中短期债务为 143.24 亿元，长期债务为 184.63 亿元。截至 2014 年 3 月 31 日，公

司总债务规模为 314.58 亿元，其中短期债务为 102.58 亿元、长期债务为 212.00 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。2013 年随着盈利能力的大幅提升，公司利润总额较上年增加较多，EBITDA 则增加至 10.81 亿元，EBITDA/营业总收入为 35.06%。2013 年公司总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 3.03 倍和 5.68 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的保障水平继续得到优化。

图 8：2011~2013 年公司 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 年得益于盈利的增加，公司现金流较为充裕，当年经营活动净现金为 97.10 亿元，同比增长 23.66%，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 0.30 倍和 5.11 倍，公司经营活动净现金流对债务的保障水平进一步加强。

表 5：2010~2013.Q1 公司主要偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
EBITDA (亿元)	59.05	81.24	108.10	-
经营活动净现金流 (亿元)	54.43	78.52	97.10	24.69
资产负债率 (%)	70.92	66.56	62.32	60.73
总资本化比率 (%)	64.88	60.40	56.16	54.41
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.71	3.77	5.11	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.16	0.23	0.30	0.10
EBITDA 利息倍数 (X)	2.94	3.91	5.68	-
总债务/EBITDA (X)	5.90	4.13	3.03	-

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 2013 年末，公司担保余额合计 18.70 亿元，担保比率为 9.82%；其中对外担保余额合计 14.28 亿元。考虑到公司担保比率有

限，且被担保企业经营情况良好，对外担保风险可控。

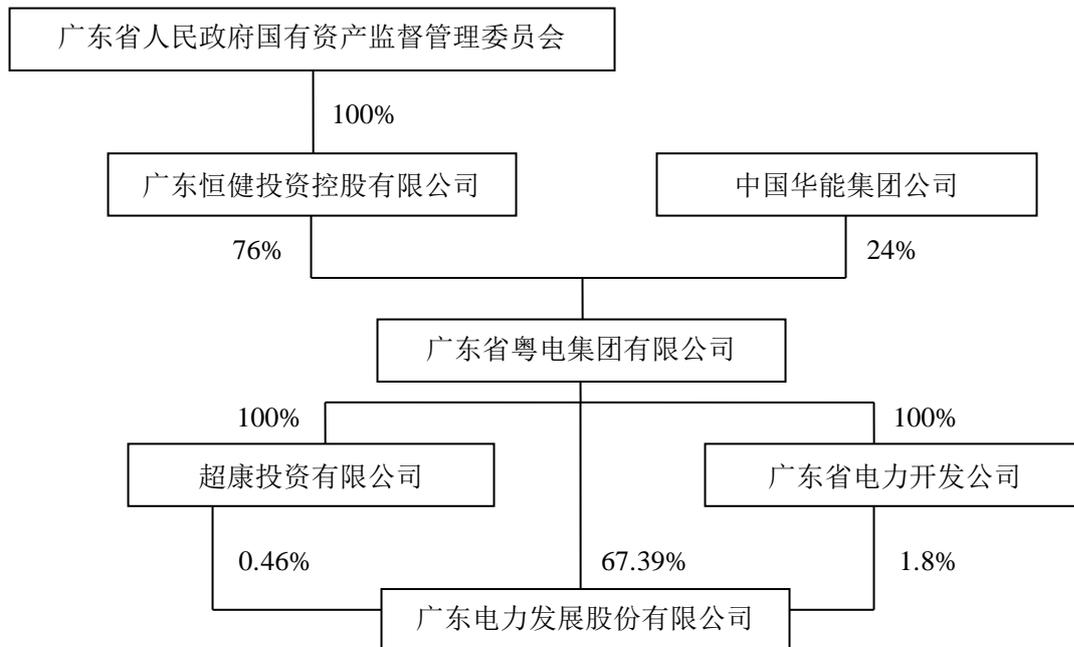
公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道。截至 2013 年末，公司共获得各家银行授信额度合计 63.99 亿元，已使用额度为 23.19 亿元，备用流动性相对充足。

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，同时投资参股企业带来的投资收益不断上升，使得公司盈利能力稳步提升。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**，评级展望为稳定，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**。

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)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	404,052.02	287,076.45	437,731.12	406,279.96
应收账款净额	322,157.01	305,954.94	326,644.58	331,039.79
存货净额	215,207.02	183,902.30	160,364.64	180,886.55
流动资产	1,199,550.81	1,116,203.86	1,213,766.08	1,165,173.18
长期投资	434,785.30	629,381.77	732,388.83	747,012.05
固定资产合计	4,631,952.86	4,606,605.74	4,542,305.48	4,498,066.09
总资产	6,484,922.96	6,570,865.95	6,791,871.90	6,713,445.54
短期债务	1,767,957.43	1,673,179.42	1,432,361.57	1,025,830.72
长期债务	1,716,429.44	1,678,047.25	1,846,297.40	2,119,996.31
总债务(短期债务+长期债务)	3,484,386.87	3,351,226.67	3,278,658.97	3,145,827.03
总负债	4,599,126.38	4,373,390.29	4,232,604.82	4,077,102.19
所有者权益(含少数股东权益)	1,885,796.58	2,197,475.65	2,559,267.09	2,636,343.36
营业总收入	2,673,410.56	2,948,927.36	3,083,075.73	701,036.30
三费前利润	406,250.47	601,630.53	792,527.21	161,216.60
投资收益	28,053.90	32,011.12	74,152.58	13,943.74
净利润	144,652.88	269,359.90	434,325.90	86,754.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	590,452.80	812,403.44	1,080,958.88	-
经营活动产生现金净流量	544,316.13	785,178.62	970,989.64	246,916.93
投资活动产生现金净流量	-673,559.75	-290,295.05	-400,010.62	-79,678.70
筹资活动产生现金净流量	277,974.73	-617,545.74	-414,637.76	-198,689.39
现金及现金等价物净增加额	148,731.12	-122,662.17	156,341.26	-31,451.16
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	15.76	20.87	26.42	23.49
所有者权益收益率(%)	7.67	12.26	16.97	17.56
EBITDA/营业总收入(%)	22.09	27.55	35.06	-
速动比率(X)	0.37	0.38	0.49	0.56
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.23	0.30	0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	0.31	0.47	0.68	0.32
经营活动净现金/利息支出(X)	2.71	3.77	5.11	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.94	3.91	5.68	-
总债务/EBITDA(X)	5.90	4.13	3.03	-
资产负债率(%)	70.92	66.56	62.32	60.73
总债务/总资本(%)	64.88	60.40	56.16	54.41
长期资本化比率(%)	47.65	43.30	41.91	44.57

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

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
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。