



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪286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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十一日

广东电力发展股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2018）

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		
债券代码	112162.SZ		
债券简称	12 粤电债		
存续期限	2013/3/18~2020/3/18		
上次评级时间	2017/6/16		
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	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	302.22	293.37	297.03
总资产（亿元）	719.20	706.77	710.07
总债务（亿元）	354.39	338.62	342.02
营业总收入（亿元）	257.24	226.81	266.44
营业毛利率（%）	29.82	21.55	12.58
EBITDA（亿元）	110.08	72.11	63.89
所有者权益收益率（%）	15.32	4.38	3.83
资产负债率（%）	57.98	58.49	58.17
总债务/EBITDA（X）	3.22	4.70	5.35
EBITDA 利息倍数（X）	6.13	4.86	4.64

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015~2017 年总债务包含其他流动负债中的短期应付债券、长期应付款中的融资租赁款。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 wangl@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 11 日

基本观点

2017 年，广东电力发展股份有限公司（以下简称“粤电力”或者“公司”）积极推进电源建设项目，进一步夯实后续业务发展基础，整体财务结构较为稳健，对债务本息偿还的保障程度高。但与此同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将持续关注煤炭价格波动、市场竞争加剧以及未来公司资本支出压力较大等因素对公司信用状况的影响。

综上，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，评级展望稳定；维持“广东电力发展股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AAA。

正面

- 可控装机容量保持增长。截至 2017 年末，公司可控装机容量 2,015 万千瓦，同比增长 0.75%，公司目前在建项目装机规模较大，未来装机容量将继续保持增长。
- 公司财务结构保持稳健，债务结构较优。截至 2017 年末，公司资产负债率为 58.17%，总债务为 342.02 亿元，长短期债务比为 0.58。
- 融资渠道依然畅通，备用流动性充足。公司为粤电集团唯一的电力上市公司，融资渠道多样。截至 2017 年末，公司在各家银行授信总额达 347 亿元，尚未使用的授信额度为 179 亿元。

关注

- 动力煤价格波动对公司盈利能力变动的的影响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，燃煤采购成本高企对公司盈利影响较大，2017 年公司营业毛利率为 12.58%，同比下降 8.97 个百分点，实现净利润 11.38 亿元，同比下降 11.53%。
- 存在较大资本支出压力。公司在建及拟建项目较多，且尚有大量项目处于前期阶段，后续资金需求量较大，公司未来几年或将面临较大资

本支出压力。

- 市场竞争加剧。2018 年广东省内新投产核电和气电产能陆续释放挤压煤电份额，同时预计省内市场电规模将比去年扩容约 40%，且新增大部分核电、气电参与竞价，电量竞争更加激烈，售电均价继续下降。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2017年全国用电增速同比提高，服务业用电量持续增长；全国发电装机结构进一步优化，新增非化石能源发电装机容量创历年新高，煤电装机增速放缓；发电量持续快速增长，弃风弃光问题明显改善，风电和光伏发电设备利用小时数同比提高

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2017年，全国全社会用电量6.3万亿千瓦时，全社会用电量同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点，人均用电量4,538千瓦时，人均生活用电量625千瓦时。

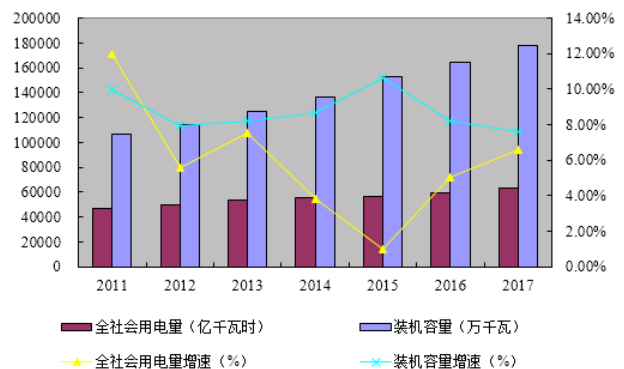
从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2017年我国一、二、三产及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.8%、70.4%、14.0%和13.8%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高0.5和0.2个百分点，受四大高耗能行业用电占比下拉的影响第二产业比重同比降低0.7个百分点。

细分来看，2017年，我国第二产业及其制造业用电同比分别增长5.5%和5.8%，增速为2014年以来的最高水平。其中，国家创新发展持续发力，战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业等新兴产业快速发展，装备制造业和高技术产业用电量持续快速增长，具有代表性的通用及专用设备制造业、交通运输/电气/电子设备制造业、医药制造业用电量分别增长10.3%、10.3%和8.2%，增速均同比提高；传统产业中的四大高耗能行业用电增长4.0%，增速逐季回落。第三产业用电同比增长10.7%，继续保持较快的增长速度。其中，随着部分省份大数据综合试验区的逐步建成和投运，信息业用电量高速增长，当期同比增长14.6%；而交通运输/仓储和邮政业用电量同比增长13.3%，主要为电动汽车在城市公共交通领域快速推广、电气化铁路运输快速增长以及电商零售业等新业态的高速增长等因素所致。随着电能替代在居民生活领域加快推进，城

乡居民生活用电继续保持快速提升，当期增长7.8%。

虽然近年来我国用电需求增速有所放缓，但发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至2017年末，全国全口径发电装机容量17.8亿千瓦、同比增长7.6%；其中，非化石能源发电装机容量6.9亿千瓦，占总发电装机容量的比重为38.7%，同比提高2.1个百分点。全国新增发电装机容量13,372万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机8,988万千瓦，均创历年新高；同时，新增并网风电和光伏呈现出向东、中部地区转移趋势。具体来看，全年新增水电装机1,287万千瓦；新增并网风电装机1,952万千瓦，其中，东、中部地区占58.9%，同比提高8.8个百分点；新增并网太阳能发电装机5,338万千瓦，同比增加2,167万千瓦，82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高19.6个百分点。新增煤电装机3,855万千瓦，同比减少142万千瓦。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；非化石能源发电装机将达到7.7亿千瓦左右，占比约39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

图1：2011年以来我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

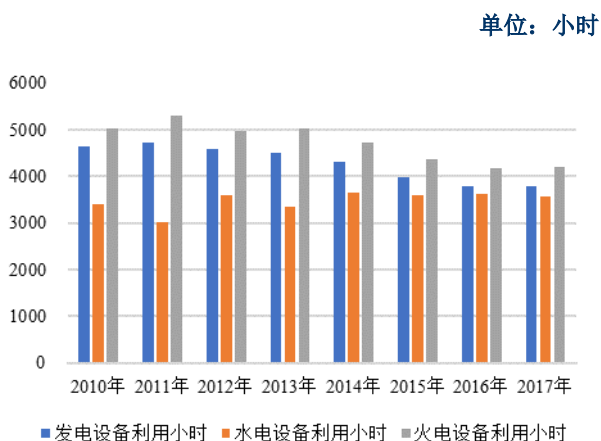
从发电量来看，2017年全国全口径发电量6.42万亿千瓦时，同比增长6.5%；其中，非化石能源发

¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2017年全国电力工业统计快报一览表》。

电量同比增长 10.0%，占总发电量比重为 30.4%，同比提高 1.0 个百分点。全口径并网太阳能发电、并网风电、核电发电量分别增长 75.4%、26.3% 和 16.5%；全口径水电发电量增长 1.7%，增速同比回落 3.9 个百分点。全口径火电发电量同比增长 5.2%，增速同比提高 2.9 个百分点；其中，煤电发电量同比增长 4.8%，增速同比提高 3.6 个百分点，煤电发电量占总发电量比重为 64.5%，同比降低 1.0 个百分点。

从电设备利用小时数看，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，与上年大体持平。其中，受上年高基数等因素影响，水电设备利用小时 3,579 小时，同比降低 40 小时。受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国火电设备利用小时 4,209 小时，同比提高 23 小时，其中煤电设备利用小时 4,278 小时，同比略有提高。核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。2017 年弃风、弃光问题明显改善，全国并网风电、太阳能发电设备利用小时分别为 1,948 小时和 1,204 小时，同比分别提高 203 小时和 74 小时，其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时。

图 2：2010~2017 年全国 6,000 千瓦及以上电力设备利用小时数



资料来源：中电联，中诚信证评整理

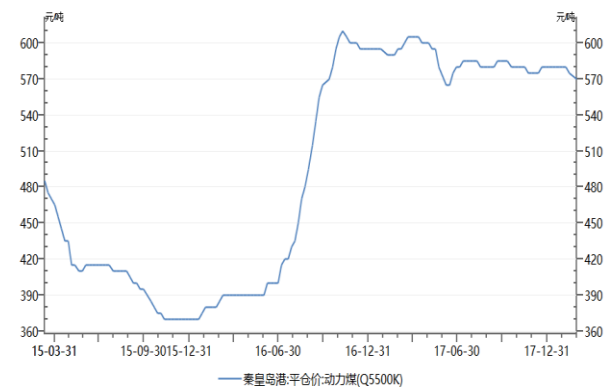
总体来看，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国

电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

2017 年全年煤炭价格相对高位运行，我国火电企业盈利呈现不同程度的下降；2017 年光伏电价及补贴双降以及电力市场改革对煤电企业盈利能力的影响值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50% 左右，价格变动对火电行业成本影响较大。从煤炭价格走势来看，2016 年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现反弹并快速回升。截至 2016 年 12 月末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价达到 595 元/吨，比年初上涨 225 元/吨，涨幅为 60.81%。2017 年全年煤炭价格高企，截至 2017 年末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价为 580 元/吨，同比仅下降 2.86%，仍然处于相对高位。此外，近年来随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2017 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2016 年的 312 克/千瓦时下降至 309 克/千瓦时。

图 3：2015 年 1 月~2017 年 12 月秦皇岛动力煤 Q5,500 平仓价走势图



数据来源：Wind 数据，中诚信证评整理

2013 年以来，国家连续四次下调燃煤发电上网电价，每次下调幅度大约在每千瓦时 3 分以内。2016 年末，国家发改委按照煤价变化周期测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批后，决定 2017

年1月1日暂不启动联动机制。2017年全年煤价高企，全国火电企业呈现不同程度亏损，国家发改委下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，该通知规定自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项基金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。

光伏电价方面，国家发展改革委《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格[2013]1638号）明确全国分三类资源区实行不同的光伏标杆上网电价政策。2016年，国家发改委下发了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格[2016]2729号），自2017年1月1日起，一类至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.6元、0.75元、0.85元，分别比2016年每千瓦时下调0.15元、0.13元、0.13元，并将根据成本变化情况每年调整一次。2017年12月19日，国家发改委发布《关于2018年光伏发电项目价格政策的通知》（发改价格规[2017]2196号），文中提出，降低2018年1月1日之后投运的光伏电站标杆上网电价，I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.55元、0.65元、0.75元（含税）。并自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价。2018年1月1日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.37元（含税）。

总体来看，2017年全国用电需求增速回升，清洁能源装机占比进一步提高；弃风弃电问题有所改善，风电及光伏发电设备利用小时数同比提高。2017年全年煤价高企压缩了煤电企业的利润空间，同时，电力市场改革对电力企业盈利的影响值得关注。

业务运营

公司主要从事电力项目的投资、建设和经营管

理，电力的生产和销售业务。电力板块作为公司的核心业务，其收入占公司营业收入比重一直在98%以上。2017年，得益于上网电量规模增长，公司营业收入有所上升，全年公司实现营业收入266.44亿元，同比上升17.47%。

2017年，公司继续专注主业，积极推进电源项目建设；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

2017年，公司第一个控股水电项目云南临沧大丫口水电站（10.2万千瓦）于当年11月实现整体投产；控股建设的湛江红心楼风电场（4.95万千瓦）于2017年底投产，上述投产项目合计新增可控装机容量15.15万千瓦。湛江石板岭风电项目和惠州天然气热电联产扩建项目按计划推进；阳江沙扒海上风电项目和湛江外罗海上风电项目分别于2017年10月和12月开工。同时，公司认真落实国家对燃煤机组超低排放和节能改造要求，累计投入24.16亿元，在年度内完成了属下全部燃煤机组的超低排放改造工作，排放指标均低于国家规定的排放限值。

公司坚持清洁能源发展方向，2017年新增4个合计23万千瓦陆地风电项目获得核准，2个合计49.8万千瓦海上风电项目获得核准，1个5万千瓦陆地风电项目纳入地方风电开发建设备选方案。2018年一季度，公司又新增1个5万千瓦陆地风电项目获得核准，2个合计50万千瓦海上风电项目列入《广东省2018年重点建设项目计划》。

截至2017年末，公司可控装机容量2,015万千瓦，同比增长0.75%。装机结构方面，截至2017年末，燃煤发电可控装机容量1,735万千瓦，与上年度持平，LNG发电可控装机容量亦维持上年度水平，为234万千瓦，风电、水电等可再生能源发电装机容量增至46万千瓦，同比上升48.39%。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 1：截至 2017 年末控股及参股电厂情况

电厂名称	总装机容量 (MW)	电源类型	持股比例
沙角 A 电厂	1,290	火电	100%
湛江发电厂	1,320	火电	76%
惠来电厂	3,200	火电	65%
粤江公司	1,860	火电	90%
茂名臻能	1,130	火电	66.61%
湛江中粤公司	1,200	火电	90%
平海电厂	2,000	火电	45%
汕尾电厂	2,520	火电	65%
大埔电厂	1,200	火电	100%
湛江风电	99	风电	70%
热水风电	49.5	风电	100%
石碑山风电	100.2	风电	70%
惠来风电	13.2	风电	70%
广前 LNG 电厂	1,170	LNG	100%
惠州 LNG 电厂	1,170	LNG	67%
云南临沧水电	132.8	水电	100%
雷州红心楼风电	49.5	风电	94%
台山电厂	5,000	火电	20%
盘南电厂	2,400	火电	14%
云南威信一期项目	1,200	火电	19.55%
内蒙古伊泰煤矸石电	600	火电	8%
阳山江坑水电站	4.5	水电	25%
阳山中心坑水电站	5.26	水电	40%
南澳风电	60	风电	25%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2017 年末，公司在建项目包括博贺煤电一体化项目、虎门电厂 2*1,000MW 机组项目、红海湾 5、6 机组工程、临沧大丫口水电站、惠州天然气热电联产扩建项目、靖海 1~4 号机组超低减排改造项目、电白热水风电场工程项目、徐闻曲界风电项目、雷州红心楼风电项目、徐闻石板岭风电项目、湛江 1~4 号机组超低减排改造项目、中粤 1、2 号机组工程、其他基建工程、技术改造及其他工程等，计划投资总额为 254.48 亿元，未来仍需投入 153.27 亿元，公司存在一定资本支出压力。

表 2：截至 2017 年末在建工程情况

在建项目	投资总额	工程投入占比	未投资	资金来源
				单位：亿元
博贺煤电一体化项目	97.86	54.17%	44.85	借款、自有资金
虎门电厂 2*1,000MW 机组项目	不适用	不适用	-	自有资金
红海湾 5、6 机组工程	77.14	0.34%	76.88	自有资金
临沧大丫口水电站	12.10	92.86%	0.86	借款、自有资金
惠州天然气热电联产扩建项目	35.16	38.91%	21.48	借款、自有资金
靖海 1~4 号机组超低减排改造项目	5.58	58.38%	2.32	自有资金
电白热水风电场工程项目	4.84	92.38%	0.37	自有资金
徐闻曲界风电项目	4.66	72.91%	1.26	借款、自有资金
雷州红心楼风电项目	4.63	77.04%	1.06	借款、自有资金
徐闻石板岭风电项目	4.61	53.97%	2.12	借款、自有资金
湛江 1~4 号机组超低减排改造项目	2.59	61.73%	0.99	自有资金
中粤 1、2 号机组工程	5.31	59.79%	2.14	借款、自有资金
其他基建工程	不适用	不适用	-	-
技术改造及其他工程	不适用	不适用	-	-
合计	254.48		- 153.27	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年公司发电机组平均利用小时数及公司发电量占全省发购电市场份额有所上升；受煤炭价格相对高位运行影响，公司盈利空间受到一定程度挤压

2017 年，广东省全社会用电量同比增加 6.22% 至 5,958.97 亿千瓦时，且市场化交易规模持续扩大，公司积极争取基数电量并争抢“市场电”，得益于此，公司发电量和售电量均有所上升，公司控股电厂 2017 年完成发电量和售电量分别为 720.30 亿千瓦时和 679.76 亿千瓦时，分别同比上升 121.07 亿千瓦时和 114.63 亿千瓦时，增幅为 20.20% 和 20.28%。同期，西电东送电量、省内核电电量、省内气电量分别同比增加 2.5%、15.51% 和 2.18%，增速均有

所放缓，省内水电电量同比下降 3.2%，以上原因使得省内燃煤机组电量同比增长 30.4%，受此影响，公司 2017 年全年完成上网电量占省内购电市场份额 17.62%，同比增加 1.75 个百分点，占比持续提高。同期，公司控股燃煤机组平均利用小时数为 4,069 小时，同比增加 721 小时。

表 3: 2016~2017 年公司火电运营数据

火电指标	2016	2017
总装机容量（万千瓦）	2,000.00	2,014.82
发电量（亿千瓦时）	599.23	720.30
售电量（亿千瓦时）	565.13	679.76
燃煤机平均利用小时	3,348.00	4,069.00
供电煤耗（克/千瓦时）	308.41	308.83
综合厂用电率（%）	5.89	5.73
标煤单价（元/吨）	625.95	817.12
火电单位发电成本（元/千千瓦时）	295.00	324.96
燃料成本占火电发电成本的比例（%）	62.07	73.11
已完成脱硫改造的机组占总装机容量比例（%）	100	100
关停小机组容量（万千瓦）	27	无
上网电价（元/千千瓦时）	466.67（含税）	451.82（含税）

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司业务以燃煤发电为主，燃料成本在营业成本中占有较大比重，因此煤炭价格波动对公司经营业绩影响较大。2017 年，公司燃料成本 170.18 亿元，占主营业务成本的 73.06%，受发电量增长及煤价上涨影响，同比增加 54.07%。燃煤采购量方面，2017 年公司的主要煤炭供应商为公司合营企业广东省电力工业燃料有限公司，全年采购金额为 143.90 亿元，较上年度上升 98.31%。煤价方面，公司 2017 年供电标煤单价（煤油气）817.12 元/吨，同比上升 191.17 元/吨，增幅 30.54%。电价方面，受市场竞价让利影响，2017 年合并报表售电均价为 451.82 元/千千瓦时（含税，下同），同比下降 10.74 元/千千瓦时。发电成本的增加与售电均价下降，导致公司 2017 年盈利空间收窄。

总体看，受电力市场需求回升影响和市场化交易规模扩大影响，公司上网电量有所上升，使得公司营业收入有所增加。但是煤炭采购成本上涨加之售电均价下降，一定程度挤压公司盈利空间，中诚信证评将对煤炭价格走势以及售电价格对公司盈

利能力的影响保持关注。

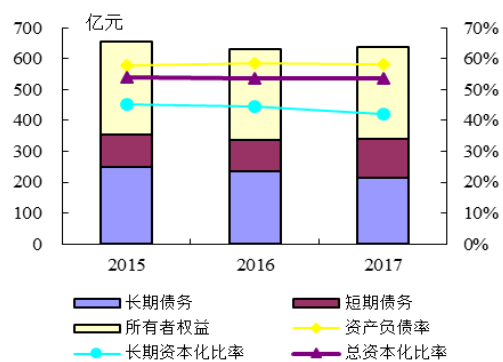
财务分析

以下分析主要基于公司提供的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 2015 年审计报告、经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

截至 2017 年末，公司资产规模为 710.07 亿元，同比增长 0.47%；同期，公司负债规模为 413.05 亿元，同比下降 0.09%，公司资产及负债规模与去年变化较小。净资产方面，得益于留存收益的积累，净资产规模略有上升，截至 2017 年末，公司所有者权益 297.03 亿元，同比上升 1.25%。财务杠杆方面，受净资产规模略有上升影响，公司财务杠杆比率略有下降，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 58.17% 和 53.52%，较上年末分别下降 0.32 个百分点和 0.06 个百分点。

图 4: 2015~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要是由非流动性资产构成，截至 2017 年末，公司非流动性资产占总资产比例为 83.71%，流动性资产占比为 16.29%。流动资产方面，货币资金、应收账款与存货是其主要组成部分，分别占流动性资产的 43.19%、24.43% 和 13.21%。截至 2017 年末，公司货币资金为 49.97 亿元，其中粤电财务存款²为 41.52 亿元，占比为 83.10%；

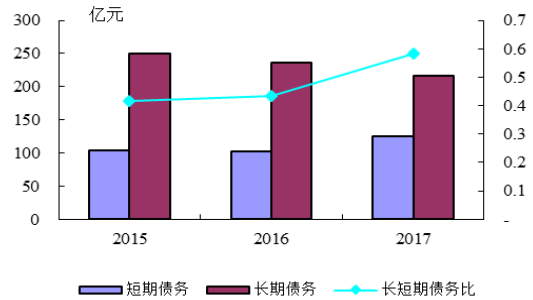
²粤电财务存款指存放于粤电财务的存款。粤电财务为一家经中国人民银行批准设立的金融机构。粤电财务的母公司为粤电集团公司。

公司应收账款为28.26亿元，基于对应收账款客户财务状况及其信用记录的分析，账龄为一至两年的应收款为应收第三方客户电力销售相关款项，预期可以全额收回，其他一年以内的应收账款主要为应收电力销售款，已于期后结算收回，不存在减值风险，故公司未计提坏账准备。同期末，公司存货账面价值为15.28亿元，主要由燃料和备品备件构成，累计计提存货跌价准备0.17亿元。非流动性资产方面，固定资产和在建工程系其重要组成部分，占非流动性资产比例分别为68.97%和14.25%。截至2017年末，公司固定资产账面价值为409.96亿元，主要系运营中的发电设备、房屋及建筑物等。

负债结构方面，截至2017年末，流动负债与非流动负债分别占总负债46.61%和53.39%。流动负债方面，短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和应付账款是其主要组成部分，分别占流动负债的48.15%、20.30%、15.65%和11.53%。截至2017年末，公司短期借款为92.70亿元，同比上升60.97%，其中56.37亿元系由关联方粤电财务提供的借款；公司其他应付款为39.09亿元，同比上升18.71%，主要系应付工程及设备款；公司一年内到期非流动负债为30.13亿元，同比上升110.14%，主要系一年内到期的长期借款及拟于2018年3月全部或部分回售的12亿元公司债；公司应付账款为22.19亿元，主要系应付燃料费、应付材料及备品备件款。非流动负债方面，长期借款和应付债券系其主要构成，截至2017年末，公司长期借款为194.66亿元，占非流动性负债的88.27%，应付债券为6.98亿元，占非流动负债的3.17%。

债务规模方面，截至2017年末，公司总债务规模为342.02亿元，同比上升1.01%，短期债务为125.80亿元，同比上升22.78%，主要系当期新增短期借款所致。债务期限结构上，截至2017年末，公司长短期债务比为0.58，以长期债务为主的债务结构符合公司的运营特点。

图 5：2015~2017 年公司债务结构分析



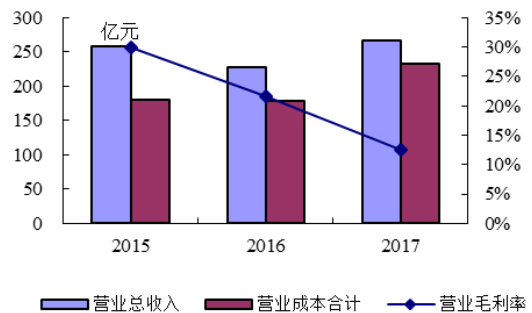
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，2017年公司资产规模及负债规模均较为稳定，所有者权益有所上升带动财务杠杆水平略有下降，公司长短期债务结构较为合理，财务结构稳健。

盈利能力

2017年，受到上网电量规模增长影响，公司收入规模有所增加，公司营业总收入为266.44亿元，同比增加17.47%。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。2017年，国内煤炭价格相对高位运行，燃煤采购成本不断挤压公司毛利空间，加之售电均价下降，2017年公司营业毛利率降至12.58%，同比下降8.97个百分点。

图 6：2015~2017 年公司营业收入及毛利率分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司期间费用主要体现在管理费用和财务费用两方面。2017年，公司管理费用和财务费用分别为6.55亿元和12.79亿元，分别同比下降15.58%和6.60%，三费合计19.42亿元，同比下降9.58%，三费收入占比为7.29%，同比下降2.18个百分点。总体来看，公司期间费用控制能力较好。

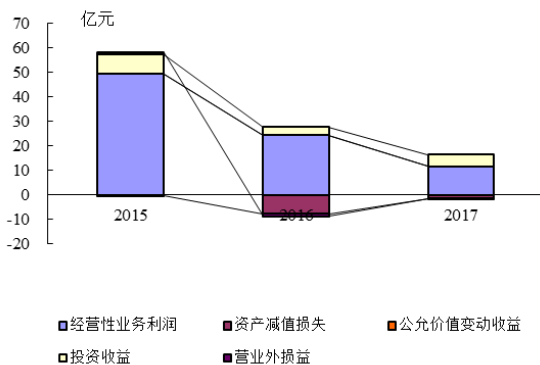
表 4：2015~2017 年公司期间费用情况分析

	单位：亿元、%		
	2015	2016	2017
销售费用	0.02	0.03	0.08
管理费用	9.22	7.76	6.55
财务费用	15.82	13.70	12.79
三费合计	25.05	21.48	19.42
营业总收入	257.24	226.81	266.44
三费收入占比	9.74	9.47	7.29

资料来源：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和投资收益构成。2017年，受煤炭价格相对高位运行影响，公司经营性业务利润大幅下降52.24%至11.65亿元；投资收益为4.89亿元，同比上升43.27%，主要系受燃料价格上升影响，参股公司山西能源盈利同比增幅较大，公司对联营公司投资收益整体有所上升。2017年公司实现利润总额15.54亿元，同比下降18.41%。此外，2017年，公司对部分拆除或提前报废的设备部件计提减值，公司当年资产减值损失为1.46亿元。净利润方面，公司2017年实现净利润11.38亿元，同比下降11.53%。

图 7：2015~2017 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

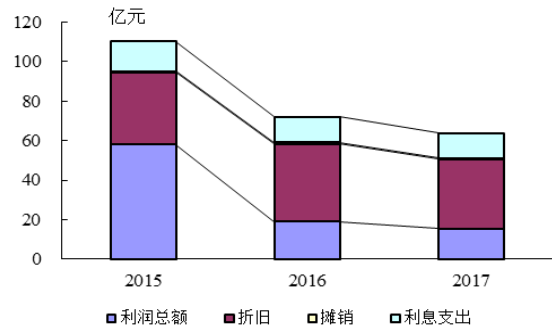
总体来看，受售电量上升影响，公司2017年营业收入规模较上年度有所上升，但国内煤炭价格相对高位运行，燃煤采购成本不断挤压公司毛利空间，加之售电均价下降使得公司盈利能力削弱。

偿债能力

获现能力方面，从EBITDA构成上看，公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。公司2017年利润总额较上年度有所下降，故EBITDA同比下降11.40%至63.89亿元。受此影响，

相关偿债指标有所弱化，截至2017年末，公司总债务/EBITDA为5.35倍，较上年增加0.65倍，EBITDA利息倍数为4.64倍，较上年减少0.22倍。

图 8：2015~2017 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，受支付燃煤款项周期缩短以及燃煤采购价格上升的影响，公司经营活动净现金流大幅下降，2017年公司经营活动净现金流为36.76亿元，同比下降57.77%，当年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为0.11倍和2.67倍，公司经营活动净现金流对债务本息的保障有所弱化。

表 5：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
总债务（亿元）	354.39	338.62	342.02
EBITDA（亿元）	110.08	72.11	63.89
经营活动净现金流（亿元）	104.42	87.05	36.76
经营活动净现金流/总债务（X）	0.29	0.26	0.11
经营活动净现金流/利息支出（X）	5.82	5.87	2.67
总债务/EBITDA（X）	3.22	4.70	5.35
EBITDA 利息倍数（X）	6.13	4.86	4.64

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2017年末，公司实际对外担保余额合计1.23亿元，占同期净资产比例不大，为0.17%，对外担保风险可控。截至2017年末，公司控股子公司广东粤电平海发电厂有限公司未决诉讼涉及金额1.72亿元，按照公司上年度（2016年）归属于母公司股东的净利润9.37亿元计算，上述诉讼涉及金额影响归属于母公司股东的净利润约7,740万元，约占最近一期经审计净利润的8.26%，对公司不构成重大影响。公司拥有较为畅通的资本市场及银行融资渠道，截至2017年末，公司共获得

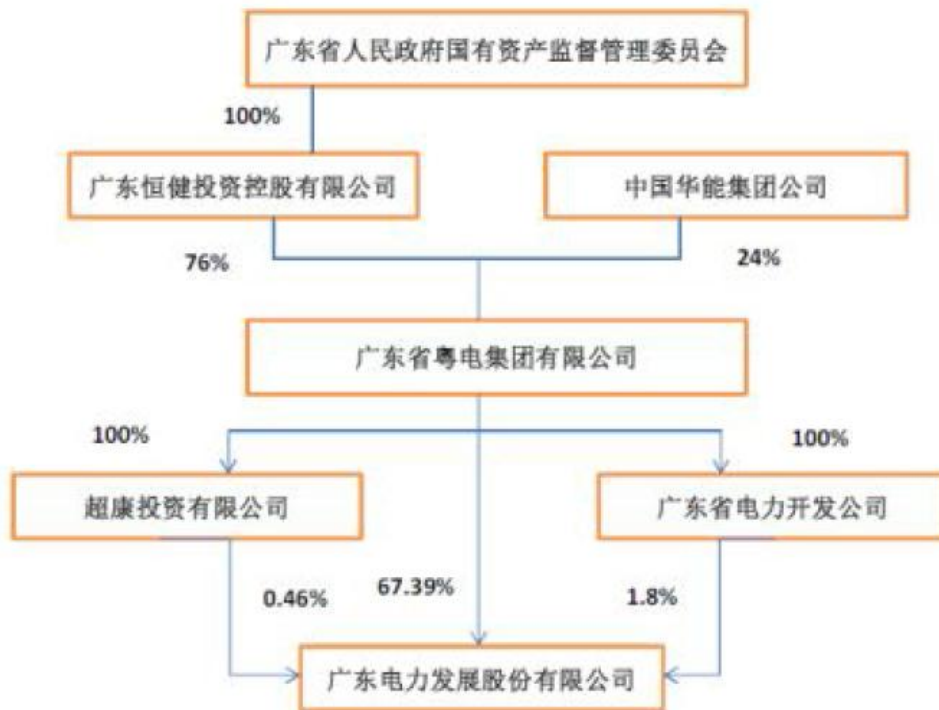
各家银行授信额度合计347亿元，尚未使用额度为179亿元，备用流动性充足。

总体来看，2017年受煤炭价格相对高位运行及售电均价下降双重因素影响，公司盈利能力及获现能力均有不用程度的削弱，但财务结构依旧保持稳健，对债务本息偿还的保障程度高，整体信用水平保持稳定。

结 论

综上，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**，评级展望稳定；维持“广东电力发展股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：广东电力发展股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：广东电力发展股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：广东电力发展股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	523,740.67	518,487.37	499,658.05
应收账款净额	248,468.39	277,606.19	282,623.73
存货净额	133,365.46	151,315.32	152,763.48
流动资产	1,096,104.08	1,157,114.76	1,156,821.61
长期投资	701,876.06	671,202.57	704,464.04
固定资产	4,433,016.76	4,181,468.55	4,099,620.63
总资产	7,191,993.41	7,067,700.38	7,100,741.53
短期债务	1,044,435.04	1,024,605.54	1,258,030.22
长期债务	2,499,470.28	2,361,584.92	2,162,215.13
总债务（短期债务+长期债务）	3,543,905.32	3,386,190.45	3,420,245.35
总负债	4,169,773.87	4,134,043.90	4,130,455.53
所有者权益（含少数股东权益）	3,022,219.54	2,933,656.48	2,970,286.00
营业总收入	2,572,381.08	2,268,112.00	2,664,379.21
三费前利润	743,992.90	458,780.27	310,763.09
投资收益	80,139.81	34,136.47	48,908.65
净利润	463,014.34	128,606.23	113,772.12
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,100,784.79	721,086.15	638,885.41
经营活动产生现金净流量	1,044,243.71	870,477.58	367,603.45
投资活动产生现金净流量	-433,919.13	-278,116.91	-328,300.85
筹资活动产生现金净流量	-540,411.64	-596,613.98	-58,131.84
现金及现金等价物净增加额	69,912.94	-4,253.31	-18,829.32
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	29.82	21.55	12.58
所有者权益收益率（%）	15.32	4.38	3.83
EBITDA/营业总收入（%）	42.79	31.79	23.98
速动比率（X）	0.59	0.58	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.29	0.26	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	1.00	0.85	0.29
经营活动净现金/利息支出（X）	5.82	5.87	2.67
EBITDA 利息倍数（X）	6.13	4.86	4.64
总债务/EBITDA（X）	3.22	4.70	5.35
资产负债率（%）	57.98	58.49	58.17
总资本化比率（%）	53.97	53.58	53.52
长期资本化比率（%）	45.27	44.60	42.13

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015~2017年总债务包含其他流动负债中的短期应付债券、长期应付款中的融资租赁款。

附四：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 + 应付短期融资券

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)

附五：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。