

广州发展集团股份有限公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【2308】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

广州发展集团股份有限公司2025年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
评级日期	2025-12-23

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：广州发展集团股份有限公司（以下简称“广州发展”或“公司”，股票代码“600098.SH”）作为广州市属国有控股上市公司，是广东省重要的综合能源企业之一，已构建覆盖电力、能源物流、燃气、新能源、储能及能源金融的完整产业链体系，形成各业务板块协同发展的格局。公司电力业务在广州市竞争力突出，燃气供应业务具备稳定区域专营优势，整体盈利与现金流表现良好，且公司融资渠道畅通，为业务持续发展提供有力支撑。但中证鹏元也关注到，电力市场化交易改革及燃煤价格波动对公司盈利影响较大，公司在建项目存在一定资金需求和项目收益不及预期等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.9	2024	2023	2022
总资产	822.71	765.03	740.14	619.64
归母所有者权益	275.02	263.96	253.33	242.38
总债务	395.50	353.21	350.66	278.99
营业收入	379.34	482.71	467.55	478.50
净利润	22.67	19.55	18.65	11.71
经营活动现金流净额	47.49	45.10	28.63	37.40
净债务/EBITDA	--	5.58	5.75	5.74
EBITDA 利息保障倍数	--	5.53	5.57	4.51
总债务/总资本	56.40%	54.70%	55.47%	51.23%
FFO/净债务	--	11.19%	10.05%	8.83%
EBITDA 利润率	--	11.79%	10.99%	7.75%
总资产回报率	--	4.46%	4.62%	3.70%
速动比率	0.58	0.60	0.72	0.76
现金短期债务比	0.39	0.50	0.71	0.74
销售毛利率	8.58%	10.46%	10.78%	7.51%
资产负债率	62.83%	61.76%	61.96%	57.14%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：朱小万
zhuxw@cspengyuan.com

项目组成员：张蓉
zhangr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司业务协同发展，在区域内均保持突出的规模优势和重要的战略地位。**公司作为广州市属国有控股上市公司及广东省重要的综合能源企业之一，已构建覆盖电力、能源物流、燃气、新能源、储能及能源金融的完整产业链体系，其中电力业务近年来装机容量优势明显，区域竞争力突出；能源物流板块已发展成为华南地区规模最大的煤炭经营企业¹；燃气业务方面，公司是广州市城市燃气高压管网建设与天然气购销的主体单位，享有区域专营优势。此外，公司能源物流与燃气供应业务可为内部火力发电机组提供稳定的燃料支持，各业务板块协同发展，有效增强了整体抗风险能力和经营韧性。
- **公司业务盈利能力较强，且经营获现水平较高。**公司供电业务毛利率受益于业务间协同发展而保持韧性，燃气供应业务毛利率则相对稳定，整体盈利能力在业务协同支撑下保持强劲，近年 EBITDA 利润率及总资产回报率整体有所提升。同时，公司经营质量优异，近年收现比持续大于 1，经营活动现金流保持大额净流入。
- **公司融资渠道畅通，流动性储备获取能力较为突出。**截至 2025 年 9 月末，公司在授信合同有效期获得的银行授信额度为 1,014.60 亿元，未使用额度为 705.28 亿元，流动性储备充裕。另外公司为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅，且公司各类债务滚续畅通，融资弹性较强。

关注

- **需持续关注电力市场政策变动及燃料价格波动对公司盈利的影响。**电力市场化改革持续深化，叠加新能源机组装机快速增长，电力交易市场竞争加剧，公司平均上网电价承压下行；公司当前上网电量以火电为主，2023 年以来煤价虽有所回落，但价格形成机制受国家政策、市场博弈及供需关系多重因素影响，波动风险仍存，公司面临一定的成本管控压力。
- **公司面临一定的资本支出压力。**公司当前在建项目涵盖新能源发电、储能、气电及煤电项目等多个领域，项目资金需求规模较大，且公司近年投资性现金流持续呈大额净流出状态，需关注公司面临的资本支出压力及相关项目的收益实现情况。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，随着在建项目的陆续投产，公司电力能源业务规模有望持续扩张，且燃气业务仍将享有很强的区域专营优势，公司经营风险和财务风险相对可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	粤电力 A (000539.SZ)	申能股份 (600642.SH)	京能电力 (600578.SH)	公司
总资产	1,751.54	1,016.66	969.34	765.03
营业收入	571.59	296.19	354.28	482.71
净利润	17.55	47.85	22.87	19.55
销售毛利率	13.36%	19.61%	13.31%	10.46%
资产负债率	79.47%	54.83%	63.70%	61.76%
控股装机容量（万千瓦）	3,930.57	1,795.52	2,344.49	1,026.39
上网电量（亿千瓦时）	1,193.51	562.79	909.50	228.73

注：（1）以上各指标均为 2024 年/2024 年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 此表述来源于公司 2024 年年度报告。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
电力生产企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	7/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	7/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		7/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					1
主体信用等级					AAA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 主体概况

公司成立于1992年，前身为广州电力企业集团有限公司，是经广州市人民政府（以下简称“广州市政府”）批准整体改制后向社会公开募集人民币普通股设立的股份有限公司，公司发起人股由广州产业投资控股集团有限公司（以下简称“广州产投”）持有。1997年7月，公司在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600098.SH）。2012年4月，公司实施定向增发，募集资金净额43.35亿元，同时广州产投以所持广州燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）100%股权认购公司股份2.89亿股。2021年12月，公司再次完成定向增发，募集资金净额52.38亿元，进一步增强了资本实力。截至2025年9月末，公司注册资本已实缴到位，账面实收资本为35.06亿元；公司控股股东为广州产投，直接持有公司57.94%的股权，并通过其全资子公司广州产发企业发展有限公司、广州产投私募证券投资基金管理有限公司-产投证投价值1号私募证券投资基金分别持有公司0.33%和0.23%的股权，公司实际控制人为广州市政府。

公司作为广东省重要的综合能源企业之一，围绕建设国内领先的绿色低碳综合智慧能源企业集团战略定位，已形成电力、能源物流、燃气、新能源、储能及能源金融等能源全产业链体系。

表1 公司主要子公司 2024 年末/2024 年主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	合计持股比例	主营业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
新能源集团	45.00	100%	新能源发电等	311.01	83.00	26.86	6.93
能源物流集团	10.51	100%	燃料批发、零售	51.59	23.40	287.59	1.09
电力集团	27.15	100%	火力发电等	204.82	79.52	85.47	2.23
燃气集团	22.05	100%	燃气供应等	117.87	41.87	67.32	1.82

注：新能源集团系广州发展新能源集团股份有限公司的简称，能源物流集团系广州发展能源物流集团有限公司的简称，电力集团系广州发展电力集团有限公司的简称，燃气集团系广州燃气集团有限公司的简称。

资料来源：公司 2024 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年前三季度经济迎难而上，稳中有进，但内需仍然不足；四季度落实落细存量政策，加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部关税的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，稳住了市场预期和信心，经济保持较快增速，前三季度GDP同比增长5.2%，比去年同期和全年分别提升0.4个和0.2个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，前三季度社会消费品零售总额同比增长4.5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加期间中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，前三季度高技术产业增加值同比增长9.6%。但固定资产投资增速明显下滑，价格水平虽有改善但仍处低位，国内有效需求不足，经济回升的基础要进一步巩固和加强。当前全球经济形势复杂多变，内外部环境形势严峻。宏观政策方面，预

计仍将延续宽松支持导向，保持持续发力、适时加力，落实落细存量政策。财政政策更好发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的作用，在促消费、惠民生等关键领域发挥政策效力，推动经济高质量发展；货币政策适度宽松，灵活把握降准降息的节奏和力度，加强财政与货币政策协调联动，为科技创新和经济转型营造良好的金融环境；更大力度推动房地产止跌回稳，加快发行收购存量闲置土地的专项债券，进一步深化城市更新工作，推动存量改造提质；着力优化产能结构，扎实推进产能有序出清和转型升级。

行业环境

2025 年预计电力供需形势总体紧平衡，在电力市场化改革深入推进以及“双碳”战略目标背景下，煤电机组维持其“保供兜底”重要电源地位并稳步向调峰电源转型，风电及太阳能发电为新能源电力快速发展的主要推动力

随着国民经济回稳向好，预计2025年全国电力需求将保持平稳增长。需求端看，2025年以来，我国电力消费延续较快增长势头，1-10月全国规上工业增加值同比增长4.9%，全社会用电量8.62万亿千瓦时，同比增长5.1%；其中，第一产业用电量0.13万亿千瓦时，同比增长10.5%；第二产业用电量5.48万亿千瓦时，同比增长3.7%；第三产业用电量1.67万亿千瓦时，同比增长8.4%；城乡居民生活用电量1.35万亿千瓦时，同比增长6.9%。

预计2025年风电和太阳能发电是新增装机的主力，火电在维持支撑性、基础性电源地位的同时稳步向调峰电源转型。截至2025年10月末，我国累计发电装机容量37.52亿千瓦，同比增长17.3%，其中火电、太阳能发电、风电、水电、核电累计装机容量分别为15.15亿千瓦、11.40亿千瓦、5.90亿千瓦、4.44亿千瓦、0.62亿千瓦，占比分别为40.37%、30.39%、15.74%、11.83%、1.67%，新能源装机占比已超45%，绿色低碳转型成效显著。火电将逐步完成“低碳转型”和“基础性、调节性电源转型”，2024年底全国全口径火电装机14.4亿千瓦，其中煤电11.9亿千瓦，占总发电装机容量的比重为35.7%，同比降低4.2个百分点，新增投资将聚焦大型煤电一体化、风光火储一体化及特高压外送项目，叠加2023年11月启用的煤电容量电价机制，确保其在电力系统中继续发挥安全保供和灵活调节的“压舱石”作用。与此同时，2024年末我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达14.5亿千瓦，首次超过火电装机规模，超额完成国内《2030年前碳达峰行动方案》提出的“2030年12亿千瓦”目标，并凭借产业链成熟、技术进步和度电成本持续下降，成为增量装机绝对主力；水电仍有开发空间，核电则步入加速核准期。

受益于机组规模提升及全社会用电量的增长，各类机组发电量同比增长，其中风光发电量占比逐渐提高以及来水偏丰，对火力发电形成一定挤压。2024年我国总发电量突破10万亿千瓦时，其中，以燃煤发电为核心的火力发电量为63,743亿千瓦时，同比上涨1.7%；水力发电量为14,257亿千瓦时，同比增长10.9%；风力发电量为9,970亿千瓦时，同比增长12.5%；太阳能发电量为8,390亿千瓦时，同比增长43.6%。

全国发电设备平均利用小时数继续走低，各类电源运行效率有所分化，风光利用小时数整体承压，

部分地区新能源消纳压力凸显。2024年全国6,000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用3,442小时，同比减少157小时。分类型看，火电4,400小时，同比降低76小时，其中煤电4,628小时，同比降低62小时；并网风电2,127小时，同比降低107小时；并网太阳能发电1,211小时，同比降低81小时。风电和太阳能发电设备利用小时同比下降，一方面是由于2024年全国平均风速、全国水平面辐照量均同比下降，另一方面是部分地区风电和太阳能发电利用率同比下降所致。

随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度不断加深，电价竞争压力或将进一步加大。2024年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量61,795.7亿千瓦时，同比增长9%，占全社会用电量比重为62.7%，占电网售电量比重为76%，同比增长1.3个百分点。2024年全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为46,535.9亿千瓦时，同比增长5.1%。2025年2月9日，国家发改委与国家能源局联合发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136号），确立了“价格由市场形成、新老项目划断”的核心原则。目前，全国30个省（区、市）（除西藏外）均已完成“136号文”地方承接方案的发布或征求意见工作，明确新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，同时规定各地的机制电价和机制电量执行方案。根据各地方案，存量项目机制电价普遍锚定当地煤电基准价，增量项目机制电价大多设定了市场竞价上下限，呈现出明显的区域差异，但基本都不高于当地煤电基准价，总体来看，此项改革预计将进一步提升新能源电力市场的竞争程度。

三、经营与竞争

公司作为广东省重要的综合能源企业之一，近年来营业收入呈波动增长趋势，销售毛利率亦表现波动，其中2023年因燃煤价格下行，电力业务毛利率上升明显，带动公司销售毛利率得以提升；2024年受电力市场化竞争加剧影响，公司销售毛利率承压下行。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-9月			2024年			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
电力	57.69	15.21%	11.11%	89.49	18.54%	15.73%	96.58	20.66%	17.43%	83.21	17.39%	7.32%
能源物流	201.27	53.06%	0.68%	265.62	55.03%	1.96%	253.58	54.24%	2.24%	303.49	63.42%	2.45%
燃气	91.28	24.06%	12.02%	94.62	19.60%	14.66%	89.67	19.18%	15.14%	69.45	14.51%	14.13%
新能源	23.98	6.32%	49.45%	28.10	5.82%	54.33%	21.84	4.67%	57.58%	17.19	3.59%	61.61%
其他	5.11	1.35%	37.63%	4.87	1.01%	42.90%	5.87	1.26%	29.94%	5.16	1.08%	38.94%
合计	379.34	100.00%	8.58%	482.71	100.00%	10.46%	467.55	100.00%	10.78%	478.50	100.00%	7.51%

注：其他业务含加气混凝土、房产租赁、金融业务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）电力及新能源业务

得益于LNG电厂与光伏、风电等清洁能源机组的建成投产，近年公司电力装机规模持续快速增长，

且清洁能源装机占比持续提升

公司装机规模持续增长，装机结构加速向清洁能源转型。随着公司光伏、风电机组的持续建设以及珠江LNG电厂二期的投入运营，截至2025年9月末公司发电装机容量达1,078.83万千瓦，其中火电、风电、光伏机组装机容量占比分别为44.83%、23.92%、31.25%，清洁能源装机容量占比高达76.83%。公司火电机组集中在广州、佛山两地，处于粤港澳大湾区电力负荷中心，具备较强的区域竞争优势；此外公司火电机组除能源站外单机容量均在30万千瓦及以上，且均已实现超洁净或超低排放。公司光伏机组以深耕广东省为主，风电机组则覆盖全国18个省市，形成全国布局。

近年公司电力机组经营效率及上网电价随政策调整及电力市场格局变化影响而有所波动，火电业务收入波动明显；近期广东省上调煤电容量电价，多地明确新能源项目机制电价结算方案，为上网电价提供底部支撑，但仍需关注电力市场供需动态、公司交易策略成效以及燃料价格对盈利的影响

受市场环境变化影响，近年公司火电机组经营效率波动明显，上网电量有所波动，光伏和风电机组发电量则持续增长。2022-2024年公司整体发电量和上网电量呈增长趋势，但细分来看，火电机组发电量及上网电量均呈现先增后降的趋势，其中2023年随下游需求增加及公司火电机组装机容量的增加而均有所增加，2024年则受西电东送挤出效应增强和广东省电力市场竞争加剧影响而有所下降；风电和光伏发电机组发电量、上网电量则随装机规模的快速增长而持续上升。近年公司机组利用效率方面亦出现一定波动，其中火电机组平均利用小时数呈现先增后降的趋势，2023年公司火电机组平均利用小时数略高于全国平均水平，2024年则下降至全国平均水平的约70%；近年公司风电和光伏机组平均利用小时数则仅随自然资源条件和电力市场供需情况变化而出现小幅波动。此外，近年公司火电机组度电煤耗呈持续下降趋势，2024年下降至低于全国度电煤耗水平，主要系2024年珠江LNG电厂二期全年投入运营进一步拉低公司整体火电机组煤耗水平，目前公司正在建设广州珠江电厂煤电环保替代项目，新建成的超超临界燃煤发电机组投运后有望进一步降低公司度电煤耗。

公司上网电价受政策及电力市场格局变化影响而呈现较大变化。2023年公司火电上网电价受市场煤炭价格下行及煤电价格联动机制综合影响而小幅回调；2024年随着珠江LNG电厂二期投运，9H气电机组电量²占比提升，叠加容量电价政策贡献，推动公司火电机组平均上网电价同比明显回升；2025年1-9月，因燃煤机组发电量增长拉低整体均价，上网电价有所回落。近年公司风电和光伏发电机组上网电价则受电力市场竞争加剧影响走低。综合影响下，近年公司电力（火电）业务收入波动明显，新能源业务收入则持续增长。2025年7月，广东省发展改革委等部门发布通知，2026年起广东省煤电机组容量电价从每年每千瓦100元（含税）调整为每年每千瓦165元（含税），2025年8月起9E及以上的未使用澳大利亚进口合约天然气的常规机组容量电价调整为每年每千瓦264元（含税）；2025年8月起，广东省内燃气

² 根据广东省发展改革委于2021年10月发布的《关于提高我省天然气发电上网电价的通知》，除使用澳大利亚进口合约天然气的LNG电厂外，9F型及以上机组年利用小时数为3,500小时（含）内执行0.655元/千瓦时上网电价，超出部分的上网电价统一为0.513元/千瓦时。

电厂上网电量原则上全部进入电力市场，市场化燃气机组不再执行成本补偿标准机制，并对大鹏机组、关停机组和燃气自备电厂外的市场化燃气机组应用气电天然气价格传导机制，当天然气采购综合价高于核定的触发气价时，即启动气电天然气价格传导机制。此外，2025年第四季度，全国30个省（区、市）（除西藏外）明确新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，虽然存量项目机制电价在一定程度上为公司上网电价筑建政策底，但未来仍需持续关注公司电力交易策略和实施情况，以及电价水平变化对公司盈利水平的影响。

表3 近年公司发电机组运行情况

项目	2025年1-9月	2024年	2023年	2022年
可控装机容量（万千瓦）	1,078.83	1,026.39	930.78	640.59
其中：火电	483.65	547.65	530.25	403.45
风电	258.07	244.07	224.76	115.07
光伏	337.11	234.67	175.78	122.07
发电量（亿千瓦时）	189.15	239.00	236.42	201.11
其中：火电	124.29	170.52	189.58	167.32
风电	43.49	49.40	33.02	24.55
光伏	21.38	19.08	13.82	9.24
上网电量（亿千瓦时）	181.53	228.73	224.36	190.58
其中：火电	118.12	161.77	178.53	157.52
风电	42.20	48.03	32.13	23.90
光伏	21.20	18.93	13.71	9.16
平均利用小时数（小时）	-	-	-	-
其中：火电	2,570	3,114	4,496	4,147
风电	1,689	2,180	2,205	2,136
光伏	726	998	1,055	1,087
全国火电设备平均利用小时数（小时）	3,122	4,400	4,466	4,379
平均上网电价（含税，元/千瓦时）	-	-	-	-
其中：火电	0.5082	0.5741	0.5369	0.5380
风电	0.4413	0.4583	0.5237	0.5766
光伏	0.5192	0.5082	0.5242	0.5735
火电机组度电煤耗（克/千瓦时）	290.06	289.19	304.81	306.77
全国度电煤耗（克/千瓦时）	305.4	304.8*	303.4*	301.5

注：（1）截至2025年9月末，公司火电机组包括燃煤机组250万千瓦、天然气机组215.4万千瓦及分布式能源站18.25万千瓦；（2）2025年9月末，公司火电机组可控装机容量较2024年下降64万千瓦系广州珠江电厂1、2号机组关停所致；（3）表中及全文上网电量来源于公司定期公布经营数据，含光伏发电售电量；（4）2023-2024年累计全国度电煤耗值未公开，此处为2023-2024年1-11月累计全国度电煤耗值。

资料来源：公司提供、公司2024年年度报告、Wind、国家能源局，中证鹏元整理

公司火电机组燃煤及燃气均通过下属子公司供应，协同效应构筑成本优势。公司电厂的煤炭采购由下属公司广州珠江电力燃料有限公司（以下简称“珠电燃料公司”，系能源物流集团子公司）统一负责，珠电燃料公司作为首批国家电煤重点保供贸易企业名单，通过集中采购的规模效应显著实现了成本控制。

同时，公司持续优化燃煤结构，通过提高经济煤种占比，进一步降低燃煤成本。此外，公司充分发挥与燃气集团气电联营的协同优势，有效平抑了燃气机组的发电成本，构筑了多元化成本竞争力。目前，公司火电机组发电量占比较高，还需持续关注燃料价格走势对公司火电业务盈利能力的影响。

公司存在一定在建电力能源项目，项目建成投产后，公司经营能力将得到进一步提高，但需关注资本支出压力及项目收益实现情况

截至2025年9月末，公司在建项目包括新能源发电、储能、气电及煤电项目等，待项目建成投运后，公司装机容量及电力业务经营实力将进一步提升，但当前电力市场交易竞争逐步加剧，且新投产光伏机组需全面参与市场化交易，后续需关注项目建设进展以及建成后收益实现情况。根据公司2024年年报披露，2025年公司资本性支出计划为86.41亿元，其中股权投资支出计划24.23亿元，新扩建项目支出计划为53.67亿元，面临一定的资本支出压力。

表4 截至 2025 年 9 月末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目建设内容	计划总投资	已投资
广州珠江电厂煤电环保替代项目	等容量替代建设2×640MW超超临界燃煤发电机组	57.39	0.40
广州增城旺隆气电替代工程	新建2×460MW天然气发电机组	25.13	4.47
新能源发电新建项目	风电、光伏发电等	-	18.23
广州金融城起步区综合能源项目	集中供冷站及配套管网	13.48	1.58
用户侧储能、独立储能新建项目	电化学储能电站等	10.00	2.31
合计	-	-	26.99

注：公司未提供新能源发电项目的预计总投资金额。

资料来源：公开资料、公司提供，中证鹏元整理

（二）能源物流业务

公司积极拓展能源物流业务，近年煤炭销售量持续增长，已成为华南地区规模最大的纵向一体化煤炭经营企业，并赋能公司电力业务发展

公司子公司能源物流集团作为华南地区规模最大的纵向一体化煤炭经营企业，煤炭经营规模较大，上游煤炭供应合作稳定，下游营销网络遍及海内外。能源物流集团在业务范围覆盖煤炭、油品、港口运营、航运及危化品仓储等多个领域。煤炭销售方面，公司已建立起全国性的煤炭营销网络，业务遍及全国20个省市，涵盖华南、西南、华中、华北及华东等区域，并积极拓展国际资源与销售渠道，在印尼、俄罗斯等11个国家开展煤炭国际贸易，逐步构建起内外联动的供应链体系。

近年来，公司煤炭销售量持续增长，2024年煤炭经营量达到4,302万吨，其中国际煤炭经营量突破1,800万吨，煤炭销售已成为公司营业收入的重要组成部分。煤炭采购方面，公司与国家能源投资集团、内蒙古伊泰集团、中国中煤能源集团及晋能控股集团等多家大型煤炭企业保持长期稳定合作，为业务拓展奠定了坚实基础。此外，公司还通过持有晋能控股集团有限公司下属子公司大同煤矿集团同发东周窑煤业有限公司（以下简称“同发东周窑”）30%的股权来进一步增强资源控制力，根据约定，同发东周窑煤炭产量的40%优先供应给公司，有效保障了煤炭供应的稳定性。煤炭运输方面，目前公司自山西、

内蒙古及山东等地采购的煤炭，经铁路运输至秦皇岛港、天津港、黄骅港等北方主要港口后，再通过海运运抵珠江电厂自用煤码头，或广州港、珠海港等公用码头，形成了一条高效、稳定的“北煤南运”物流通道。

公司油库租赁业务资质优势明显，但受油品市场波动影响业务量有所下滑，未来市场需求有待观察。油库租赁业务由控股子公司广州发展碧辟油品有限公司（以下简称“发展碧辟公司”）运营，发展碧辟公司拥有罐容67万立方米的南沙油库及配套8万吨级石油化工专业码头，凭借其拥有的海关保税仓资质，以及作为郑州商品交易所甲醇期货指定交割库和上海期货交易所期货燃料油指定交割库（备用）的地位，使其成为华南地区甲醇集散中心。近年来，受油品市场波动影响，下游客户需求减弱，公司油库租赁量持续下滑。公司正积极推进罐区升级改造，2025年上半年生物类油租赁量同比有所增长，但仍需密切观察市场需求动向与公司转型举措的实际效果。

表5 近年公司能源物流业务情况

指标	2025年1-9月	2024年	2023年	2022年
煤炭总销售量（万吨）	3,596	4,302	4,151	3,614
油库租赁量（万立方米）	206	281	286	418

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）燃气业务

公司是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销的主体单位，具有较强的区域专营优势，且气源供应稳定，随着公司持续完善燃气管网布局及积极拓展下游客户，近年燃气销售量持续增长

公司燃气业务主要由全资子公司燃气集团运营，燃气集团是广州市城市燃气高压管网建设和天然气购销的主体单位，拥有基本覆盖广州市全区域的高、中压管网，统筹全市高压管网建设和上游气源购销。近年来，公司不断完善管网建设和布局，随着天然气利用四期工程整体竣工投产，广州市打通西北气源大动脉，实现燃气管网与国家管网连通，2024年末公司管网年输配能力超90亿立方米。除供应广州市其他燃气公司外，燃气集团自主经营区域遍及广州中心城区和南沙、增城、花都等区域，拥有包括商业、工业、公福及居民等用户超240万户，燃气输配管网超过7,900公里。近年来，随着公司持续完善管网布局、积极拓展下游客户以及公司下属LNG电厂投运，公司天然气销售量持续快速增长。

公司已构建起多元、稳定的气源保障体系。燃气集团与中国海洋石油集团有限公司签署5年期长协合同、与中国石油化工股份有限公司签署年度合同，并与BP新加坡私人有限公司和中化新加坡国际石油有限公司签署长期购销协议，2024年公司按合同分别向BP新加坡私人有限公司、中化新加坡国际石油有限公司采购56万吨和41万吨天然气。同时，公司还参股广东大鹏液化天然气有限公司及广东珠海金湾液化天然气有限公司等区域接收站，为公司LNG供应链形成战略部署。此外，公司自行建设的广州LNG应急调峰气源站一期项目已于2023年全面投产，并于2024年实现接卸海外液化天然气50万吨，极大提升了公司自主调控能力。整体而言，公司持有充裕的长协气源与仓储容量，气源稳定性较为可靠。

非居民用气价格实施气源与销售价格联动机制，有效平抑燃气供应业务毛利率波动。广州市天然气销售价格由市发展和改革委员会统一核定，其中居民生活用气自2015年12月起执行阶梯定价，标准至今保持稳定；非居民用气则自2022年4月起建立并实施气源与销售价格联动机制，按每半年一次的频率进行调整，该联动机制有效疏解了上游气源成本波动的影响，增强了燃气集团的成本传导能力与经营稳定性。近年公司燃气供应业务规模持续增长，毛利率维持小幅波动。

表6 近年公司燃气销售情况（单位：亿立方米）

指标	2025年1-9月	2024年	2023年	2022年
天然气销售总量	32.92	37.15	29.33	20.35
其中：管道燃气销售量	18.03	21.66	15.67	15.20
LNG销售量	14.89	15.50	13.66	5.15

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、 财务分析

财务分析基础说明

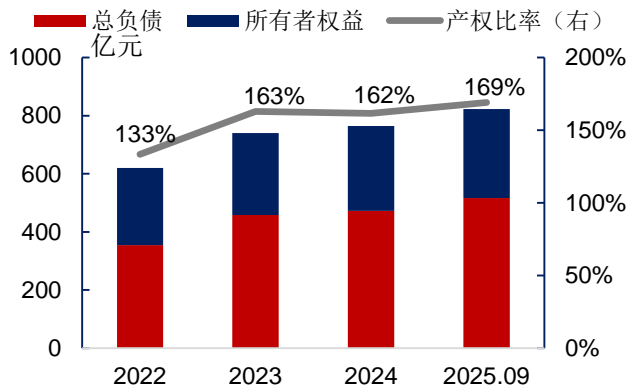
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-9月财务报表。

资本实力与资产质量

随着发电机组和燃气管网、应急调峰气源站项目的持续建设投资，公司资产规模大幅增长，核心资产以电站和燃气管道、应急调峰气源站等固定资产和股权投资为主，且股权投资质量较好，近年获得一定规模股利分红

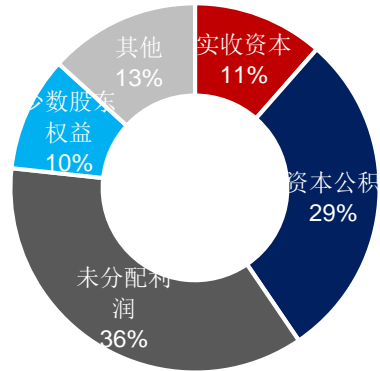
在经营利润支撑下，近年公司所有者权益保持增长，但增速受分红政策影响而较缓；项目建设推进对融资需求较大，带动公司负债规模扩大。综合影响下，公司产权比率持续上升，所有者权益对总负债的保障程度偏弱。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以电站固定资产、燃气管网等项目建设投入和股权投资为主。公司固定资产主要包括发电设备及燃气管网、房屋及建筑物等，近年随着在建发电项目及燃气管道工程、广州LNG应急调峰气源站项目的建成转固，公司固定资产账面价值大幅增长，2024年末固定资产中账面价值为22.06亿元的资产用于抵押借款。公司在建工程主要系在建的光伏、风电发电机组和燃气管道工程，2022-2024年末其账面价值随项目建设进度而有所波动。公司长期股权投资主要系对穗恒运A（000531.SZ）、粤电力A（000593.SZ）、广东珠海金湾液化天然气有限公司、同发东周窑等优质上市公司和上游燃料资源的股权投资，2023-2024年分别获得股利分红1.19亿元、1.21亿元。公司其他权益工具投资主要系对长江电力（600900.SH）、广州港（601228.SH）等的股权投资，2022-2024年分别获得股利分红0.87亿元、0.90亿元、1.08亿元。

其他资产方面，近年公司货币资金规模有所波动，2024年末0.15亿元货币资金因作为票据保证金、信用证保证金、履约保证金等而使用受限。近年公司应收账款呈波动上升趋势，2024年末应收账款主要由应收电费及新能源机组的电价国家补贴款等构成。近年公司存货规模持续增长，主要系煤炭销售业务规模增长带来的煤炭周转量增加，以及新建成LNG应急调峰储气库带来的LNG库存增长所致。其他流动资产规模持续增长，主要系待认证、待抵扣进项税款增长所致。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年9月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.12	1.96%	22.97	3.00%	40.70	5.50%	38.98	6.29%
应收账款	41.79	5.08%	38.57	5.04%	38.97	5.27%	31.88	5.14%
存货	23.34	2.84%	20.67	2.70%	16.87	2.28%	14.99	2.42%
其他流动资产	24.08	2.93%	23.25	3.04%	21.40	2.89%	10.09	1.63%
流动资产合计	163.96	19.93%	142.22	18.59%	153.94	20.80%	145.93	23.55%
其他权益工具投资	36.72	4.46%	37.29	4.87%	35.45	4.79%	33.11	5.34%
长期股权投资	58.68	7.13%	55.82	7.30%	56.02	7.57%	52.43	8.46%

固定资产	441.04	53.61%	409.32	53.50%	345.68	46.71%	228.82	36.93%
在建工程	38.55	4.69%	32.25	4.22%	59.41	8.03%	56.00	9.04%
非流动资产合计	658.75	80.07%	622.81	81.41%	586.20	79.20%	473.70	76.45%
资产总计	822.71	100.00%	765.03	100.00%	740.14	100.00%	619.64	100.00%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

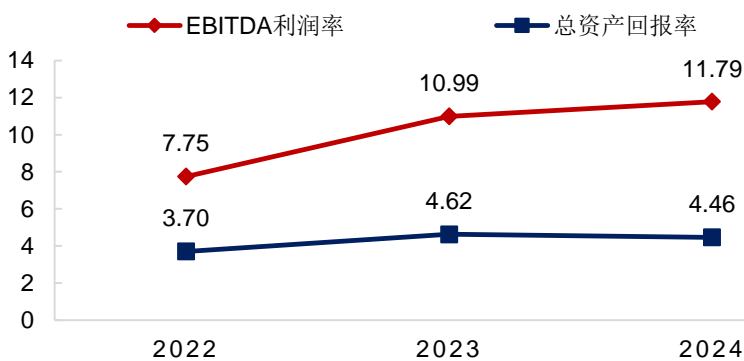
盈利能力

近年来受煤炭价格波动、新能源发电挤压及电力市场竞争加剧等影响因素，公司毛利率水平虽有所波动，但近年盈利能力保持在较强水平，未来需持续关注上网电价变化以及燃料价格走势对公司盈利能力的影响

公司营业收入主要来源于供电业务、能源物流业务和燃气业务，近年营业收入呈波动增长趋势，其中燃气业务收入持续增长；供电业务虽发电量随装机容量增长，但受上网电价波动影响，收入有所波动；能源物流业务虽煤炭销量持续增长，但受煤炭价格下行影响，收入亦有所波动。盈利方面，公司毛利率与总资产回报率呈现相同波动趋势，EBITDA 利润率保持持续提升态势，整体来看，公司近年保持较强的盈利能力。

预计公司未来盈利结构将持续分化，能源物流业务受行业特性制约，毛利率将维持较低水平；燃气业务毛利率则预计保持稳定；供电业务毛利率则存在不确定性，公司装机规模持续扩大虽保障了发电能力，但未来需持续关注在电力交易市场化不断改革背景下，公司发电量、上网电价变动情况，以及燃料价格走势对公司盈利能力的影响。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

项目投资建设资金需求推动公司债务规模持续增长，有息债务以银行借款为主；公司主营业务获现能力较强，经营活动现金流净额表现良好，近年现金短期债务比虽表现偏弱，但公司凭借多元化融资渠道仍保持较为突出的流动性储备获取能力

近年公司项目建设融资需求推动债务规模持续增长，从债务结构来看，2025年9月末公司有息债务主要为银行借款和债券融资。公司银行借款以信用借款和质押借款为主。截至报告出具日，公司共有13只存续债券，债券余额77.61亿元，其中3只余额为12.32亿元的债券将于1年内到期。近年公司应付账款规模呈波动上升趋势，主要包括应付材料款及服务费、应付工程款。近年公司其他流动负债规模存在较大波动，主要系公司将短期应付债券计入其他流动负债所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年9月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.54	6.30%	10.79	2.28%	25.31	5.52%	30.45	8.60%
应付账款	65.19	12.61%	60.54	12.81%	64.32	14.03%	39.99	11.30%
一年内到期的非流动负债	62.84	12.16%	47.61	10.08%	62.83	13.70%	37.59	10.62%
其他流动负债	32.61	6.31%	33.21	7.03%	3.63	0.79%	23.16	6.54%
流动负债合计	244.08	47.22%	201.29	42.60%	191.14	41.68%	172.18	48.63%
长期借款	188.57	36.48%	205.31	43.45%	222.43	48.50%	87.61	24.74%
应付债券	65.29	12.63%	44.32	9.38%	25.30	5.52%	63.80	18.02%
非流动负债合计	272.86	52.78%	271.23	57.40%	267.46	58.32%	181.89	51.37%
负债合计	516.94	100.00%	472.52	100.00%	458.61	100.00%	354.08	100.00%
总债务	395.50	76.51%	353.21	74.75%	350.66	76.46%	278.99	78.80%
其中：短期债务	136.24	34.45%	96.86	27.42%	96.23	27.44%	107.22	38.43%
长期债务	259.26	65.55%	256.35	72.58%	254.44	72.56%	171.77	61.57%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司经营活动现金流入主要来源于主营业务回款，回款较为及时，2022-2024年收现比为1.17、1.16和1.12。近年公司经营活动现金流净额始终保持净流入状态，其中2023年因能源物流业务收入降低及各项税费支付增加而有所回落；2024年随业务规模扩大以及阶段性支付经营性应付款项较少而同比大幅回升。FFO随公司新能源发电业务规模扩张而持续提升，近年公司资产负债率呈波动上升态势，EBITDA利息保障倍数整体表现较好。

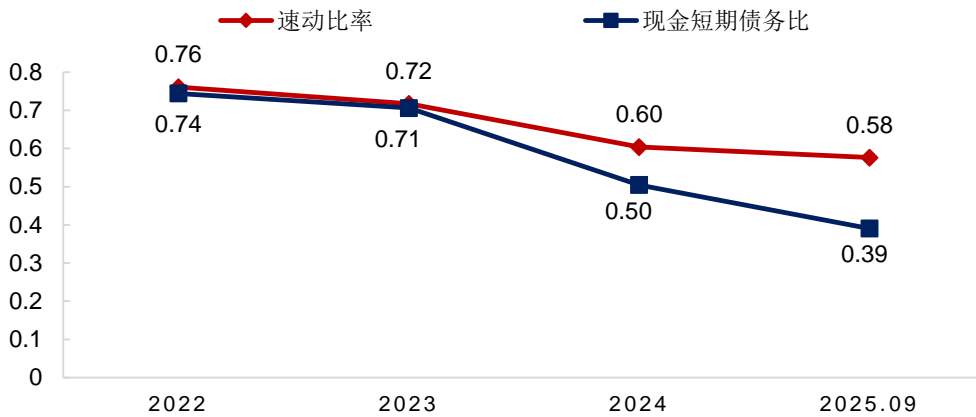
表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025年9月	2024年	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	47.49	45.10	28.63	37.40
FFO（亿元）	--	35.55	29.72	18.79
资产负债率	62.83%	61.76%	61.96%	57.14%
净债务/EBITDA	--	5.58	5.75	5.74
EBITDA 利息保障倍数	--	5.53	5.57	4.51
总债务/总资本	56.40%	54.70%	55.47%	51.23%
FFO/净债务	--	11.19%	10.05%	8.83%
经营活动现金流净额/净债务	13.46%	14.20%	9.69%	17.58%
自由现金流/净债务	-0.90%	1.75%	-4.92%	-4.45%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司短期债务规模的增长，近年公司速动比率和现金短期债务比均持续下降。截至2025年9月末，公司在授信合同有效期获得的银行授信额度为1,014.60亿元，未使用额度为705.28亿元，银行流动性储备充裕。另外公司为A股上市公司，直接融资渠道通畅，且公司各类债券滚续畅通，获取流动性资源的能力非常强。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

五、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部、新能源集团、燃气集团、能源物流集团³不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年12月3日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、 外部特殊支持分析

公司是广州市人民政府下属重要企业，由广州市人民政府国有资产监督管理委员会直接监管。公司作为广州市属企业中唯一从事基础能源供应的公司，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，广州市人民政府为公司提供特殊支持的意愿为极其强。

³ 公司本部企业信用报告查询日为 2025 年 11 月 11 日，新能源集团、能源物流集团、燃气集团企业信用报告查询日均为 2025 年 9 月 15 日。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

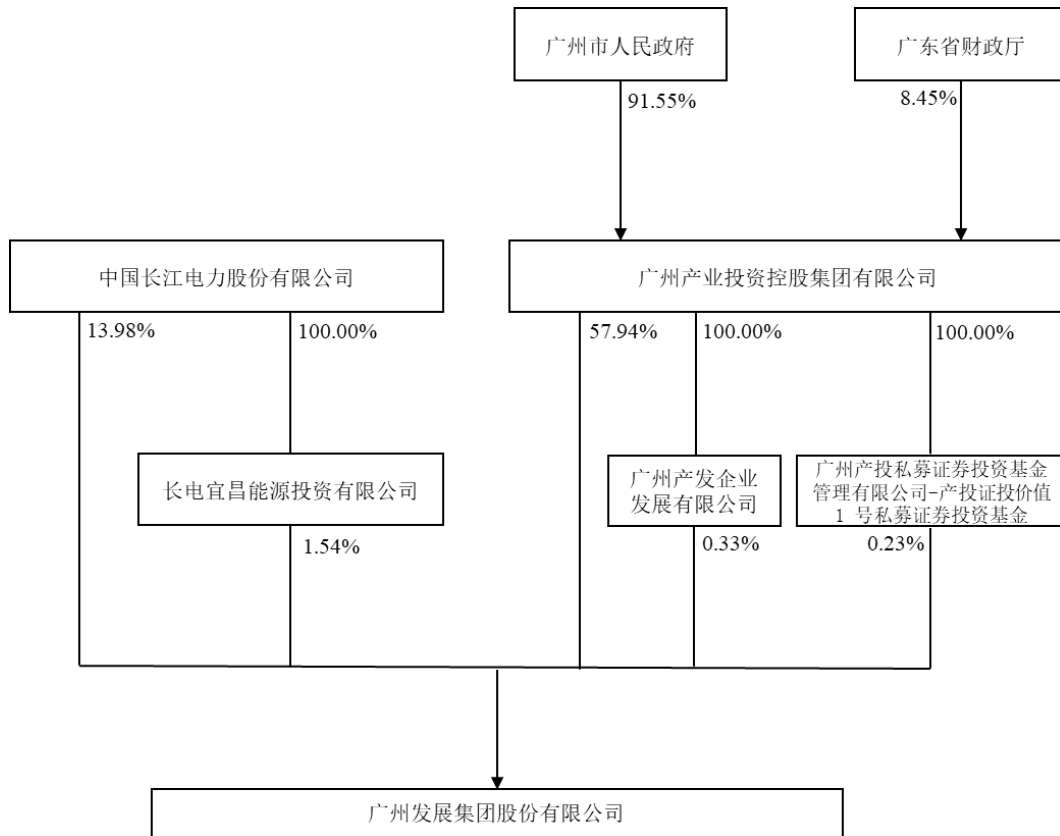
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年9月	2024年	2023年	2022年
货币资金	16.12	22.97	40.70	38.98
流动资产合计	163.96	142.22	153.94	145.93
固定资产	441.04	409.32	345.68	228.82
非流动资产合计	658.75	622.81	586.20	473.70
资产总计	822.71	765.03	740.14	619.64
短期借款	32.54	10.79	25.31	30.45
应付账款	65.19	60.54	64.32	39.99
一年内到期的非流动负债	62.84	47.61	62.83	37.59
流动负债合计	244.08	201.29	191.14	172.18
长期借款	188.57	205.31	222.43	87.61
应付债券	65.29	44.32	25.30	63.80
长期应付款	2.52	0.25	0.05	0.05
非流动负债合计	272.86	271.23	267.46	181.89
负债合计	516.94	472.52	458.61	354.08
总债务	395.50	353.21	350.66	278.99
其中：短期债务	136.24	96.86	96.23	107.22
长期债务	259.26	256.35	254.44	171.77
所有者权益	305.77	292.51	281.53	265.56
营业收入	379.34	482.71	467.55	478.50
营业利润	28.05	24.13	23.46	15.01
净利润	22.67	19.55	18.65	11.71
经营活动产生的现金流量净额	47.49	45.10	28.63	37.40
投资活动产生的现金流量净额	-65.35	-25.63	-65.17	-53.87
筹资活动产生的现金流量净额	16.03	-35.99	28.36	-8.40
财务指标	2025年9月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	56.89	51.39	37.06
FFO（亿元）	--	35.55	29.72	18.79
净债务（亿元）	352.97	317.65	295.58	212.78
销售毛利率	8.58%	10.46%	10.78%	7.51%
EBITDA 利润率	--	11.79%	10.99%	7.75%
总资产回报率	--	4.46%	4.62%	3.70%
资产负债率	62.83%	61.76%	61.96%	57.14%
净债务/EBITDA	--	5.58	5.75	5.74
EBITDA 利息保障倍数	--	5.53	5.57	4.51
总债务/总资本	56.40%	54.70%	55.47%	51.23%
FFO/净债务	--	11.19%	10.05%	8.83%
经营活动现金流净额/净债务	13.46%	14.20%	9.69%	17.58%

速动比率	0.58	0.60	0.72	0.76
现金短期债务比	0.39	0.50	0.71	0.74

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号