

信用等级公告

联合[2014] 298 号

联合资信评估有限公司通过对广东韶能集团股份有限公司及其拟发行的 2014 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

广东韶能集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

广东韶能集团股份有限公司

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一四年三月六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

广东韶能集团股份有限公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 2 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 3 月 6 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	84.05	81.70	84.87	87.36
所有者权益(亿元)	31.98	32.51	33.69	41.50
长期债务(亿元)	37.63	33.40	31.86	32.44
全部债务(亿元)	46.46	43.33	45.02	39.56
营业收入 (亿元)	21.21	21.10	21.49	18.30
利润总额 (亿元)	1.20	1.33	2.02	3.52
EBITDA(亿元)	6.72	6.95	7.76	--
经营性净现金流(亿元)	6.26	5.31	6.44	6.87
营业利润率(%)	25.48	22.93	29.58	37.72
净资产收益率(%)	2.13	2.68	4.38	--
资产负债率(%)	61.95	60.21	60.30	52.50
全部债务资本化比率(%)	59.23	57.13	57.20	48.80
流动比率(%)	66.66	75.68	53.06	96.97
全部债务/EBITDA(倍)	6.91	6.24	5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	2.75	2.97	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	3.36	3.47	3.88	--

注: 1. 公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

2. 已将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

分析师

李祥源 靳晓龙

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对广东韶能集团股份有限公司(以下称“公司”)的评级反映了公司作为广东省韶关市国资委直属的以可再生能源和清洁能源投资开发与经营等电力产业为主营业务的集团企业,在资产规模、电源结构、多元化经营、盈利能力、发展前景等方面的综合优势。同时,联合资信也注意到公司以水电为主的电源结构受季节性因素影响较大,纸业板块竞争加剧、成本上行等因素可能给公司带来的负面影响。

未来,公司将继续围绕电力产业发展,积极开拓生物质发电领域,进一步丰富公司的电源结构,并发展天然气业务,非电产业将加大技改力度,力争扭转部分非电产业亏损的局面。考虑到公司电源结构合理,广东省和湖南省用电市场较为集中的状况,公司整体盈利规模持续增长,回款情况较好,支撑了公司稳健的信用基本面,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 电力行业是国民经济发展的先行产业,尤其水电作为清洁能源,发展前景良好。
2. 公司作为韶关市国资委的控股公司,在政府支持、经营环境等方面优势明显。
3. 公司发电设备性能优良,成本控制有效,电源结构合理。
4. 公司在生物质发电的投建方面初见成效,未来电源结构将更加多样化。
5. 2013 年公司非公开定向增发进一步改善了公司的资本结构。

6. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中票的覆盖程度良好。

关注

1. 公司水电受自然因素影响较大，火电盈利水平受国家煤电市场状况影响较大，具有一定波动性。
2. 公司非电产业毛利率水平较低，盈利能力弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东韶能集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东韶能集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东韶能集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东韶能集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广东韶能集团股份有限公司 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广东韶能集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1993 年 6 月，注册地为广东省韶关市，是一家以可再生能源和清洁能源投资开发与经营的企业。经过多次增资，截至 2013 年 9 月底，公司注册资本 10.81 亿元，第一大股东为韶关市工业资产经营有限公司，持股比例为 14.43%，公司实际控制人为韶关市人民政府国有资产监督管理委员会。公司于 1996 年 8 月在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“韶能股份”，股票代码“000601”。

公司经营范围为：能源开发；货物和技术进出口；销售：机电产品、仪器仪表、建筑材料、装饰材料、金属材料、矿产品、五金家电、针纺织品、重油（代购）；以下项目由下属分支机构经营：电力生产、销售；制造、销售：纸浆、纸浆板、纸及纸制品（以上经营项目法律、法规禁止的项目除外，法律、法规限制的项目取得许可后方可经营）。

截至 2013 年 9 月底，公司下设综合办公室、证券事务部、财务核算监管中心、审计监察部、经营综合部、电力资产监管部、非电资产监管部、人力资源部、投资发展部、项目建设监管部、资金结算中心、物业管理部和企业文化中心 13 个职能部门，拥有全资及控股子公司 16 家。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 84.87 亿元，所有者权益为 33.69 亿元（含少数股东权益 2.44 亿元）；2012 年，公司实现营业收入 21.49 亿元，利润总额 2.02 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 87.36 亿元，所有者权益为 41.50 亿元（含少数股东权益 2.78 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 18.30 亿元，利润总额 3.52 亿元。

公司注册地址：广东省韶关市武江区沿江路 16 号；法定代表人：陈来泉。

二、本期中期票据概况

公司 2014 年注册总额度 7 亿元的中期票据，本期计划发行 2 亿元，期限 3 年。

本期中期票据募集的 2 亿元资金将全部用于偿还银行借款。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长

平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；

发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 月末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发

布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

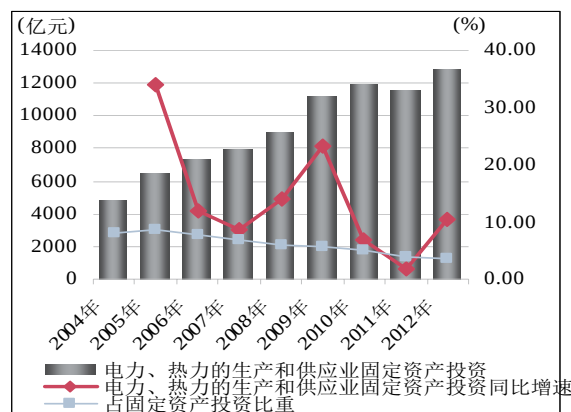
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 发电行业运行概况

2004~2012年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2011年全年固定资产投资完成额（不含农户）为301933亿元，同比增长23.8%；其中，电力和热力的生产与供应业固定资产投资为11557亿元，同比增长1.8%，为近十年最低值，并远远低于全社会固定资产投资23.8%的增速；占全社会固定资产投资的比重为3.8%。2012年全年，全国固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比名义增长20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为12815亿元，同比增长10.4%，增速与上年同期相比上升8.6个百分点；低于全社会固定资产投资增速10.2个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为3.5%，较上年同期下降0.3个百分点。

图2 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。与此同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。2012年，全国电源基本建设完成投资3772亿元，同比下降3.9%。其中，水电完成投资1277亿元，同比增长31.5%；所

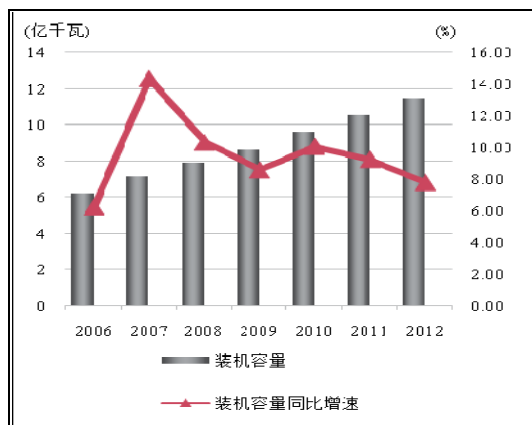
占比重为33.85%，与上年同期相比提高8.53个百分点。火电完成投资1014亿元，同比下降10.5%；所占比重为26.88%，与上年同期相比下降1.51个百分点。核电完成投资778亿元，同比增长1.8%；所占比重为20.63%，与上年同期相比提高0.69个百分点。风电完成投资615亿元，同比下降31.8%；所占比重为16.30%，与上年同期相比下降6.03个百分点。2012年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的70.78%，较上年同期提高3.19个百分点。

2003~2007年的五年间，全国发电装机容量进入高速增长阶段，从2002年底的3.59亿千瓦迅速增长到2007年底的7.13亿千瓦，年均增速超过14%。针对电力行业投资过热的状况，国家出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。2008年以来，国内新增机组装机容量同比增速均保持在10%左右，较前两年明显回落，水电和风电等清洁能源装机容量增速明显高于火电。

截至2012年底，全国发电装机11.45亿千瓦，同比增长7.8%。从结构看，火电约占71.53%，同比增长6.60%；水电约21.75%，同比增长68.00%；并网风电、核电、并网太阳能分别占5.31%、1.10%和0.29%。

2013年，全国电源新增生产能力（正式投产）9400万千瓦，其中，水电2993万千瓦，火电3650万千瓦。

图3 2006~2012年中国发电装机容量变动情况

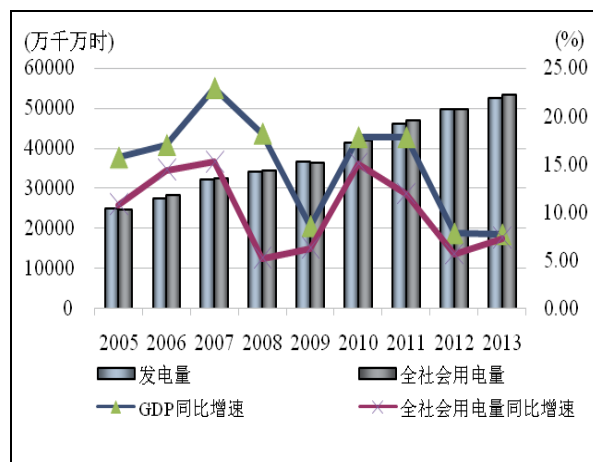


资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从2002年开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电，其中2005年1月份全国拉闸限电的省份达到26个，缺电达到最高峰。供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。但2008年国际金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了大幅下降的趋势，同时电力供需矛盾得以缓解。2010~2011年，中国国内发电量与全社会用电量恢复增长态势，电力供需总体仍然偏紧。2012年，全国全社会用电量 4.96 万亿千瓦时，同比增长5.5%，增速比上年回落 6.5 个百分点。

2013年，全社会用电量 5.32万亿千瓦时，同比增长7.5%，增速较上年提升2.00个百分点，结束了自2010年以来增速逐年走低的局面。

图4 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源：wind资讯、中电联电力工业统计快报

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，

积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至2012年末，五大发电集团总装机容量约为55095万千瓦，约占全国装机总量的49.00%；2012年的总发电量约为23917亿千瓦时，约占全国发电总量的50.00%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

表1 2012年底5大发电集团装机容量及发电情况
(单位: 万kWh, 亿kWh, %)

项目	2012 年			
	装机容量	占比	发电量	占比
华能集团	13508	12.01	6087	12.73
国电集团	12008	10.68	4898	10.24
大唐集团	11400	10.14	5115	10.69
华电集团	10179	9.05	4323	9.04
中电投集团	8000	7.11	3494	7.30
合计	55095	49.00	23917	50.00

资料来源: wind资讯、中电联电力工业统计快报

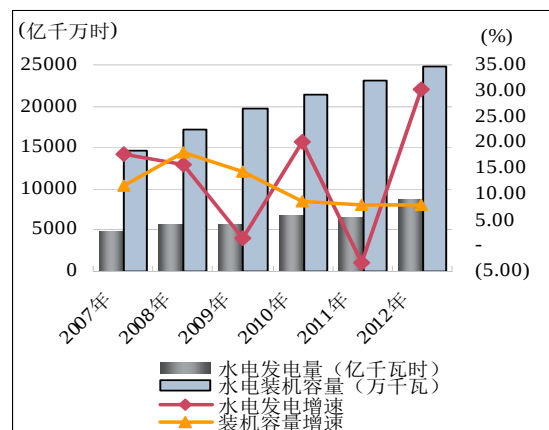
2. 水电行业现状

中国水电资源丰富，开发潜力很大，水电装机容量保持增长，水力发电量有所降低

中国水能资源蕴藏量居世界第一位，理论蕴藏量为 6.67 亿 Kw，其中可开发的水能资源为 3.78 亿 Kw。调查显示，发达国家水能资源开发利用率已超过 60%，而中国目前水能资源开发利用率仅为 24%，开发潜力很大。

近年来，随电力供需矛盾逐步缓和，电力产业在规模扩张时也开始逐步重视优化产业布局、改善电源结构、重视环境保护和可持续开发，水电由于其丰富资源蕴藏量，成为了现阶段国内大力发展的清洁能源之一。在此背景下，近年来中国的水电建设保持了较快发展。

图5 中国水电发电量及装机容量概况



资料来源: 中国电力企业联合会

目前国内已投运的水电站主要分布在 12 个水能资源极其丰富、开发条件较好的水电基地，主要包括黄河上游、南盘江、红水河、金沙江、大渡河、乌江、长江上游、湘西和闽、浙、赣水系等。截至 2012 年底，中国水电机组装机容量达到 24890 万千瓦（含抽水蓄能 2031 万千瓦），同比增长 7.8%，占全国总装机容量的 21.75%。

受经济增长放缓等因素影响，全社会用电量增速回落幅度较大，电力消费需求放缓，2012 年，水电发电量 0.86 万亿千瓦时，同比增长 29.30%，占全国发电量的 17.40%，较 2011 年上升 3.20 个百分点；水电设备平均利用小时 3555 小时，较上年增加 527 小时。2013 年 1~6 月，全国水电企业完成发电量 0.33 万亿千瓦时，同比增长 11.83%；水电设备利用小时 1532 小时，比上年同期增加 77 小时。整体看，上半年来水总体偏丰。

从子行业运营特点看，相对于现阶段国内火电行业经营业绩受电煤价格影响出现波动，水电行业运行相对较为平稳，一方面是由于在现行的“节能调度”原则下，水电优先核电和火电调度发电，出力较有保障，另外一方面是由于水电工程前期建设投入大，后期运营成本较低且相对稳定。

移民工作是目前水电建设的最大难点。随着百南水电的逐步开发，新建水电主要集中在金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江和黄河上游

等地区。这些地区山高坡陡、耕地匮乏、生态脆弱、安置容量有限，加之少数民族移民比重大，移民安置难度增加。同时，随着经济社会的发展，移民群众搬迁安置和地方发展期望值不断提高，导致移民成本不断增加。

国家大力发展可再生能源，未来水电是国家发展再生能源的重点

2007年9月，国家发改委出台了《可再生能源中长期发展规划》，指出中国可再生能源发展的重点是水能、生物质能、风能和太阳能，到2020年将建成水电3亿千瓦、风电3000万千瓦、生物质发电3000万千瓦、太阳能发电180万千瓦。可再生能源中，风力发电不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。国内大型水电工程集中在“十一五”末和“十二五”期间竣工投产发电，预计到2015年左右，中国将迎来水电供给的高峰，中短期电力供给将处于增长期，由于形势的不确定性，个别年份可能会出现一定的波动。预计“十二五”期间，中国将新增水电装机容量8000万千瓦，至2020年，中国水电装机容量将达4亿千瓦左右。

2012年7月7日，《水电发展“十二五”规划》正式发布，明确了“十二五”时期水电发展的主要目标：全国新开工常规水电1.2亿千瓦，抽水蓄能0.4亿千瓦，新增投产0.74亿千瓦，2015年水电总装机容量达到2.9亿千瓦（抽水蓄能0.3亿千瓦），年发电量9100亿千瓦时，折合标煤约3亿吨。

再生能源中，风电发电较不稳定、太阳能发电受天气影响较大，而水电无论是可开发资源、发电量和发电性能以及水利工程的社会贡献效益上，都具有较好竞争优势，因此，未来水电是国家发展再生能源的重点。

3. 水电行业行业政策和未来发展

中国水电资源丰富，建国以来，中国政府

一直高度重视水电综合开发和利用，水电站建设稳步发展。大力发展可再生能源是中国的现实选择，因为水电外的其他可再生能源受技术和成本等因素的制约，在短期内难以成为主导。中国水力资源丰富，开发程度较低、运行成本低、可靠性高，具备大规模开发的技术和市场条件。

目前中国水电平均上网电价约0.28元/kwh，火电平均上网电价约0.36元/kwh，水电上网价格较火电低20.00%左右。虽然“水火不同价”作为历史遗留问题，暂时很难解决，但从长远来看，水火同价是大趋势。国家电监会已明确表示，在条件成熟时将实施水电和火电同价政策，以鼓励水电等可再生能源的利用。

国家发改委与相关部委还陆续发布了《可再生能源发电有关管理规定》、《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》和《可再生能源产业发展指导目录》等一系列配套政策，有力的促进了可再生能源行业的发展。

总之，水电作为可再生清洁能源，为国家政策鼓励发展产业，具备大规模开发的技术和市场条件，发展前景较好。

4. 区域经济环境

广东省位于中国大陆的南部，东邻福建，北接江西、湖南，西连广西，南临南海，毗邻港澳，西南端隔琼州海峡与海南省相望。广东省资源比较贫乏，储量较少，煤田分布具有“东西延展，南北分异”的现象，主要煤田及矿区均分布在北部，由东至西有兴梅矿区、曲仁矿区以及连阳矿区等，其探明储量约占全省的80%，南部除茂名矿区及长坡矿区储量较多外，其余各矿区规模较小。

2012年广东全省生产总值达5.7万亿元，年均增长10.2%，总量继续居全国首位；人均生产总值达54000元，约合8550美元。来源于广东的财政总收入和地方公共财政预算收入均实现翻番，分别达1.47万亿元和6228亿元。

区域电力供需分析

2012年，广东省全省发电量累计3593.24亿千瓦时，同比下降0.39%，增速较上半年和前三季度累计分别下降了9.23和1.91个百分点，其中，火电发电量2860.68亿千瓦时，同比下降2.30%，较上半年和前三季度累计分别回落了12.79、2.59个百分点；水电因来水增加同比大幅增长46.32%，达2034.01亿千瓦时；核电同比增长11.56%。广东省内全社会用电量平稳增长。2012年，广东省全社会用电量累计4619.41亿千瓦时，同比增长5.01%，总体平稳增长。其中，工业用电量3045.68亿千瓦时，增长2.9%。与国内各省区相比，广东省全社会用电量在全国位列第一，同比增长5.01%。

2012年，湖南省全省发电量累计1398.05亿千瓦时，同比增长3.82%，增速较2011年下降了5.99个百分点，其中，水电因来水增加同比大幅增长31.30%，达602.70亿千瓦时。省内全社会用电量平稳增长。2012年，湖南省全社会用电量累计1345.22亿千瓦时，同比增长4.00%，总体平稳增长。其中第一、三产业用电量增长较快，用电量分别为105.55亿千瓦时和155.30亿千瓦时，同比增长7.7%和10.9%，第二产业用电量为824.71亿千瓦时，同比下降0.10%，工业用电量为810.00亿千瓦时，同比下降0.30%；城乡居民生活用电量259.66亿千瓦时，同比增长13.1%。

总体看，广东省和湖南省经济发展较快，虽然增速有所放缓，但电力需求仍较为旺盛，市场潜力较大，公司长期发展具备较为良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年9月底，公司注册资本10.81亿元，第一大股东为韶关市工业资产经营有限公司，持股比例为14.43%，公司实际控制人为韶关市人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模及竞争力

公司是以可再生能源和清洁能源投资开发与经营等电力产业为主营业务的公司，主要包括水力发电和综合利用发电（火电）；非电产业主要包括机械产品、纸业和贸易及服务等业务。

截至2013年9月底，公司现有在运行电力装机容量91.22万千瓦，其中水电装机容量67.22万千瓦，火电装机容量24.00万千瓦，权益装机容量76.89万千瓦。在保证水电传统优势的条件下，依托其技术研发实力，公司将电源结构延伸至生物质发电领域，在广东省韶关市及周边城市实现了突破。非电产业方面，公司以市场为导向，充分开拓国内市场和国外市场，强化管理，加大研发投入力度，机械产业效益提高显著，纸业亏损情况有所改善。

总体看，公司作为广东省韶关地区的优势集团企业，在可再生能源和清洁能源领域有拥有绝对的技术和管理优势，公司不断优化电源结构，为盈利能力的提升创造了良好的条件。

3. 人员素质

公司董事长陈来泉先生，55岁，研究生学历、高级工程师、高级经济师，历任公司董事、副总经理、副董事长、常务副总经理、总经理，现任公司董事长。

公司总经理、副董事长肖南贵先生，51岁，研究生学历、注册会计师，历任公司副总经理、总会计师、董事、常务副总经理，现任公司副董事长兼总经理。

公司财务总监袁勇会女士，42岁，本科学历、注册会计师，曾就职于韶关市住宅建筑工程公司、韶关市新立合伙会计师事务所，历任公司会计、财务中心副主任、财务核算监管中心经理，现任公司财务总监、公司子公司韶能集团韶关宏大齿轮有限公司监事、韶关市金元燃气有限公司董事。

近年来，公司通过引进高级人才和技术骨干，形成了多层次、多元化的人才梯队结构。截至2013年9月底，公司在职职工总数

4591 人，从学历构成看，初中及以下占 40.14%，高中中专学历占 41.73%，大专学历占 12.40%，本科及以上占 5.73%，公司高中级及初中学历职工占比较高，这与公司非电产业基础性工作岗位较多相适应；从岗位构成看，管理人员占 12.44%，研发人员占 7.99%，生产人员占 75.91%，销售人员占 3.66%；从年龄构成看，30 岁以下的占 19.39%，30~50 岁的占 69.06%，50 岁以上的占 11.55%。

总体看，公司高管人员综合素质较高，且具有多年的大型企业管理经验，业务和管理能力较强，公司目前的人员结构和人才储备能够适应公司的发展要求。

4. 股东支持

韶关市国资委作为公司第一大股东，在投资政策、补贴政策和水电资源获取等方面给予公司大力支持，并给予公司在外投资和经营管理等方面充分的自主权，使公司始终能高效运营。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律、法规的要求，建立健全了股东会、董事会、监事会、经理层分权制衡的法人治理结构，相关制度包括《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《信息披露管理制度》等，经过公司的不断改进和完善，公司相关治理结构符合中国证监会有关文件的要求；公司由全体股东组成股东大会。股东大会是公司的最高权力机构，依照《公司法》及公司章程行使职权。公司设董事会，董事会为公司常设权力机构和经营决策机构，向股东大会负责。

董事会由九名董事组成，其中设董事长一人，副董事长一人，董事会秘书兼董事一人，独立董事三人。董事会决定公司的经营计划和投资方案；拟定公司年度财务预算方案及决算

方案；拟定公司的利润分配方案等事务。公司总经理由董事会决定聘任及解聘。根据总经理提名，聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人及其他高级管理人员，并决定其报酬事项。

公司设监事会，由五名监事组成，设监事会主席一人，职工监事两人。监事会向股东大会负责，并向股东大会报告工作。

2. 管理水平

公司内设综合办公室、证券事务部、财务核算监管中心、审计监察部、经营综合部、电力资产监管部、非电资产监管部、人力资源部、投资发展部、项目建设监管部、资金结算中心等 13 个职能部门，内部职责分工明晰，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

在对外担保方面，公司为规避担保风险，在公司章程中明确了股东大会、董事会关于对外担保事项的审批权限，同时公司还制定了对外担保的相关制度，对对外担保的对象、决策权限及审议程序等作出了具体的规定。

在募集资金使用方面，公司根据相关法律法规制定了《募集资金管理制度》，公司募集资金的存储及使用严格按照制度执行。

在人力资源管理方面，公司将人才战略作为企业发展战略的重中之重。通过职业发展管理、高潜力人才发展计划、培训与指导结合的培养模式、多维度的业绩评价考核体系，以及极具有竞争力的薪酬和福利制度，公司建立起了完善的人才培养和激励机制。

在对子公司的管理方面，公司颁布了子公司统一执行的各项规章制度，并对各控股子公司人员编制，经营层人员及财务部门负责人的录用、培训、调配和任免实行统一管理；对水电企业实行的是收支两条线、对火电企业 and 非电力企业实行上缴折旧和利润的管理方式，保证了公司在经营决策方面的控制力。

在关联交易方面，公司建立了《关联交易管理制度》，对关联交易的原则、关联人和关联关系、关联交易的审批与决策程序、信息披露程序等做出了详细规定。

从总体上看,公司建立了现代法人治理结构,内部管理制度健全、合理、有效,保证了公司正常的生产经营,对保护公司资产的安全与完整以及对公司健康发展起到了良好的支撑作用。

七、经营分析

1. 经营概况

公司已形成以水力发电和火力发电为主,机械产品、纸业、贸易及服务辅助并进的多元化发展格局。2011 年公司转让了持有韶关昌山水泥厂有限公司的股权,战略性退出了水泥行业,进一步突出了主业,优化了结构。从总量上看,2012 年公司实现营业总收入 21.49 亿元,较上年同期增长 1.86%;实现利润总额 2.02 亿元,同比增长 52.78%,涨幅主要来自公司水电板块利润的大幅增长和处置非流动资产。

表 2 列示了公司主营业务收入构成及毛利率情况。从收入构成看,近年来公司水电收入占比波动上升,火电收入占比波动中略有下降,电力产业收入占比稳步提升,2012 年水电收入、火电收入和电力产业总收入占比分别为 46.11%、18.16%和 64.27%,纸业收入占比

波动上升,机械产品收入占比持续上升,贸易及服务板块收入占比有所下降;从毛利率方面看,水力发电板块毛利率维持在较高水平,2012 年达 58.21%,受 2010~2012 年煤价处于高位的影响,火力发电板块毛利率处于较低水平,机械产品板块毛利率近年来稳定在 20%以上,纸业板块和贸易及服务板块毛利率波动幅度较大,2012 年分别为-1.08%和 6.30%;从利润总额贡献程度看,水力发电板块和机械产品板块利润总额逐年上升,2012 年分别为 2.50 亿元和 0.14 亿元,火力发电和纸业板块近三年表现为亏损,2012 年分别为-0.11 亿元和 -0.43 亿元,贸易及服务板块利润总额规模有所波动,2012 年为-0.10 亿元。

2013 年 1~9 月,公司实现营业总收入 18.30 亿元,从主营业务收入构成看,电力产业收入占比继续升高,收入结构较 2012 年变化不大;从毛利率方面看,受来水量充沛和煤价低位盘整的影响,公司电力板块毛利率有所上升,纸业板块毛利率回升至 6.98%,机械产品板块毛利率稳中有升;从利润总额贡献程度看,电力板块仍是公司利润总额的主要来源,受纸业行业前景低迷和成本处于高位的影响,纸业板块仍表现为亏损。

表 2 公司主营业务收入构成和毛利率情况

(单位:亿元,%)

项 目	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水力发电	7.59	57.56	6.71	51.65	9.60	58.21	8.50	69.56
火力发电	4.08	1.34	4.93	0.70	3.78	0.61	3.29	5.17
机械产品	1.82	23.53	2.38	25.73	2.60	22.48	2.16	24.26
纸业	2.17	2.58	2.97	7.70	2.66	-1.08	1.69	6.98
贸易及服务	2.43	0.44	1.51	8.37	2.13	6.30	1.93	1.24
水泥	2.87	18.74	1.64	6.52	0.06	0.74	--	--
合计	20.95	26.05	20.15	22.72	20.82	30.26	17.56	38.42

资料来源:公司提供

表 3 公司板块利润情况

(单位:亿元,%)

板块	利润总额				利润总额占比			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
水力发电	1.71	0.92	2.50	3.68	142.66	69.45	123.51	104.56

火力发电	-0.37	-0.31	-0.11	0.11	-30.70	-23.55	-5.24	3.25
纸业	-0.21	-0.03	-0.43	-0.31	-17.89	-2.54	-21.30	-8.70
机械产品	0.05	0.11	0.14	0.10	3.94	8.49	6.93	2.79
贸易及服务	0.07	0.05	-0.10	0.06	5.54	3.79	-4.89	1.77
其他	-0.04	0.59	0.02	-0.13	-3.55	44.37	0.98	-3.68
合计	1.20	1.33	2.02	3.52	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2. 生产经营

电力生产板块

公司电力板块的主要业务为水力发电和火力发电，发电装机分布在广东省韶关地区和湖南省湘西及湘南地区。公司水电装机容量为67.22万千瓦，火电装机容量为24.00万千瓦；从地域分布看，湖南省境内装机容量为60.45万千瓦，广东省境内装机容量为30.77万千瓦。

表4 公司电力装机分布情况

单位：MW

地区	水电	火电	合计
湖南	364.50	240.00	604.50
广东	307.71	--	307.71
合计	672.21	240.00	912.21

资料来源：公司提供

装机容量

截至2013年9月底，公司投入运行的水电厂19座、火电厂（综合利用发电厂）2座，具体水电装机情况详见表5。

公司水电站中大湫潭电站规模较大，其余18座水电站规模处于中等，且大部分以径流式为主，受季节性因素影响较大。大湫潭电站位于湖南省西北部沅水干流中游，装机容量20万千瓦，是一个以发电为主，兼顾航运等综合利用的水电工程，大湫潭电站可以有效缓解季节性雨水分布不均对公司水电业务的不利影响。公司火电厂主要包括耒阳综合利用发电厂（以下简称“耒阳电厂”）和桑梓综合利用发电厂（以下简称“桑梓电厂”），装机容量均为12.00万千瓦，权益装机容量为19.92万千瓦，两所火电厂采用循环流化床技术，主要以低热值的煤矸石和劣质煤为原料。

表5 截至2013年9月底公司水电装机情况

单位：万千瓦、万千瓦时、元/千瓦时

电站名称	所在区域	装机容量	权益占比	2010年		2011年		2012年		2013年1-9月	
				上网电量	上网电价	上网电量	上网电价	上网电量	上网电价	上网电量	上网电价
遥田公司	湖南	5.00	76%	18711	0.395	18025	0.326	18025	0.326	16377	0.326
耒中公司	湖南	4.05	76%	12322	0.323	13637	0.326	12684	0.326	11666	0.326
上堡公司	湖南	1.41	76%	5441	0.320	6303	0.320	5886	0.34	5344	0.36
翠江公司	湖南	2.79	82%	8426	0.345	10336	0.346	7283	0.35	8120	0.355
波水分公司	湖南	0.70	100%	3292	0.279	2780	0.299	3843	0.31	2689	0.310
大湫潭电站	湖南	20.00	65%	61994	0.310	57886	0.323	77282	0.35	67532	0.380
顺和公司	湖南	2.50	100%	7074	0.327	7614	0.327	11208	0.35	7911	0.36
孟洲坝电厂	韶关	4.80	100%	16249	0.717	12915	0.717	18654	0.72	16462	0.72
濠湮电厂	韶关	5.20	100%	19110	0.463	14827	0.463	19362	0.50	18704	0.513
横溪电厂	韶关	5.00	100%	14297	0.497	10695	0.497	14529	0.50	13209	0.513
钓鱼台电厂	韶关	2.50	100%	8199	0.496	5886	0.496	7952	0.50	7270	0.513
银溪电厂	韶关	2.40	100%	6163	0.463	3305	0.463	6149	0.50	4936	0.513
雄洲公司	韶关	1.688	100%	6181	0.463	5576	0.463	8657	0.50	5560	0.513
富湾电厂	韶关	2.52	100%	7330	0.497	5609	0.497	8768	0.50	6442	0.513
大小转电厂	韶关	0.4	100%	1244	0.463	670	0.463	946	0.50	939	0.513

金盘电站	韶关	0.16	80%	244	0.463	149	0.463	215	0.50	194	0.513
长潭电厂	韶关	0.50	100%	1716	0.463	1025	0.463	1818	0.50	1755	0.513
湓洲电站	韶关	2.00	90%	6847	0.468	5027	0.468	7241	0.50	5742	0.513
湾头电站	韶关	3.60	100%	--	--	--	--	13957	0.50	11902	0.513

资料来源：公司提供

发电机组运行情况

公司所属各电站投入运行以来，各发电机组运行状态基本正常。公司拥有专业化运行管理队伍，各项设备管理制度健全，设备检修严格执行国家《发电企业设备检修导则》及行业相关标准和规定，员工均通过培训取得资格证书，技术监督考核和设备达标评级在各电厂广泛实施，通过不断提升软件和硬件管理水平，确保各电厂设备始终处于健康状态，无一般及重大设备安全隐患发生。为保障设备的正常运行，公司严格按照相关规定和规程的要求做好发电机组的检修工作，检修前，根据机组的运行状态做好检修计划；检修中，坚持“应修必修、修必修好”的检修原则；检修后，认真做好机组的维护工作，确保机组能安全、稳定、连续运行。

流域来水情况

近年来，公司水电站所在地域和流域来水量和降雨量波动较大。2010年，广东省韶关市水情较好，来水量和降雨量同比增长近50%，湖南湘南和湘西区域前汛期水情较差，但5月和6月降雨较集中，水情较好，公司各水电站来水综合利用效率较高，其中孟洲坝发电厂和濠湓电厂创造了投产以来的最高发电量。2011年，广东省韶关市和湖南省降水量均未达预期水平，尤其是韶关地区的全年降雨量同比下降近20%，且降水量集中，时间短、强度大、区域集中，旱涝急转状况较多，加大了水电企业的调度难度，韶关地区的下属水电厂发电量较2010年有较大幅度下滑。2012年，除湖南湘南地区外，韶关地区和湖南湘西地区降雨量均较正常年份有所增加，分布较均匀，公司水电板块发电量大幅增加。2013年1~9月，韶关地区降水情况略差于上年同期，湖南地区降水

情况良好，发电量较上年同期涨幅较大。

表6 湖南与广东地区的来水情况

单位：亿立方米

地区	2010年	2011年	2012年	2013年1-9月
湖南	543.8	466.5	650.2	539.4
广东	447.6	390.1	543.3	455.8

资料来源：公司提供

煤炭采购情况

公司火电板块的主要成本为燃料成本，国内外市场燃料价格的上涨，给公司火电板块的生产经营带来了一定压力。2012年下半年以来，国内电煤价格呈下跌趋势，火电板块的盈利水平得以好转。燃煤采购方面，公司以市场价煤为主，很少采用计划煤采购。2012年，桑梓电厂和耒阳电厂分别采购燃煤51.70万吨和33.30万吨，采购量较上年同期增幅较大，主要系2012年下半年煤价走跌，公司加大煤炭储备所致，采购均价分别为819.5元/吨和937.8元/吨（由于公司采购的煤炭大部分属于低热值煤，采购均价均已换算成7000大卡动力煤价格）；2013年1~9月，桑梓电厂和耒阳电厂分别采购燃煤23.15万吨和26.20万吨，采购均价分别降至724.5元/吨和829.3元/吨。整体看，燃煤价格对公司火电板块的盈利情况影响较大，随着燃煤价格的下行，公司火电板块盈利能力有所提升。

发电售电情况

表7 公司水电板块生产情况

指标	2010年	2011年	2012年	13年1~9月
发电设备平均利用小时数（小时）	3313	2981	3835	3301
发电量（亿千瓦时）	20.78	18.70	25.20	21.70
售电量（亿千瓦时）	20.49	17.90	24.45	21.27

资料来源：公司提供

从公司水电板块生产情况来看，2010～2012年，公司可控装机规模稳定，公司水力发电设备平均利用小时数波动上升，三年分别为3313小时、2981小时和3835小时，其中2011年发电设备平均利用小时数有所下降系当年韶关地区和湖南省湘南和湘西地区降水量大幅下降所致；同期发电量分别为20.78亿千瓦时、18.70亿千瓦时和25.20亿千瓦时，售电量为20.49亿千瓦时、17.90亿千瓦时和24.45亿千瓦时。2013年1～9月，公司水电站所在地区来水情况较好，公司水电设备平均利用小时数和发电量均高于上年同期水平，分别为3301小时和21.70亿千瓦时。

表 8 公司火电板块生产情况

指标	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
发电量（亿千瓦时）	11.58	13.14	9.00	8.06
售电量（亿千瓦时）	10.41	11.84	8.12	7.29
上网电价（含税）（元/千瓦时）	0.465	0.491	0.491	0.535
综合厂用电率（%）	10.14	10.15	9.78	9.85
发电标准煤耗（克/千瓦时）	406.2	402.1	407.3	411.9
售电标准煤耗（克/千瓦时）	452.2	446.5	451.4	451.1
设备平均利用小时数（时）	4983	5511	3870	3416

资料来源：公司提供

从公司火电板块生产情况来看，2010～2012年，火电设备平均利用小时数波动下降，三年分别为4983小时、5511小时和3870小时，利用率一般，其中2011年设备平均利用小时数陡增的原因是2011年水电来水不足，火电上网负荷限制放宽所致；2012年受经济放缓影响和水情影响，设备利用小时数大幅下降。2010～2012年，公司火电发电量为11.58亿千瓦时、13.14亿千瓦时和9.00亿千瓦时。2013年1～9月，公司火电设备平均利用小时数和发电量分别为3416小时和8.06亿千瓦时，均优于上年同期水平。

近年来，公司大部分水电站上网电价均有所上浮，火电上网电价也不断上调，根据广东

省韶关市物价局下发的《关于调整韶关市湾头水电站等上网电价的通知》（韶价[2013]102号），自2013年10月1日起，公司的湾头电站等6个水电站上网电价上调1.89分/千瓦时（不含税）。整体看，上网电价的上调对公司的盈利能力将有较好提升。

从电力销售情况看，湖南地区电站（除遥田公司、耒中公司和耒阳公司）售电给国家电网，遥田公司、耒中公司和耒阳公司售电给自营业网，韶关地区电站售电给南方电网，各电网均按月结算电费，无逾期情况。

CDM 业务

公司积极发展 CDM 项目，2010 年开始与外国机构签订二氧化碳减排转让协议，大沱潭电站、溢洲电站和上堡电站 2010 年、2011 年和 2012 年合计取得 CDM 收入 0.06 亿元、0.60 亿元和 0.19 亿元，2013 年前三季度取得 CDM 收入 0.27 亿元，对公司的收入起到了良好的补充。

总体看，近年来，公司装机规模稳定，上网电价有所上调，发电机组的运营正常，对公司盈利能力产生了积极的影响，CDM 业务对公司利润起到了良好的补充，但公司电源结构主要以水电为主，且主要为径流式电站，运营状况受自然因素影响较大。

机械产品板块

公司机械产品业务由控股子公司韶能集团韶关宏大齿轮有限公司（以下简称“宏大齿轮”）负责，宏大齿轮建于1966年，前期主要生产农机齿轮，1984年起开始生产中型汽车变速器总成，目前主要生产卡车、客车变速箱产品和为国外公司提供相关的配套产品，宏大齿轮目前是广东省最大的专业齿轮生产企业。

宏大齿轮拥有从美国、法国、瑞士、德国、意大利、日本等国引进的热处理生产线、加工中心、数控车床、齿轮加工设备、齿轮检测中心、数控剃齿刀刀磨机、高频感应和热设备等国内外生产、检测设备共计1100多台（套），其中数控 CNC 设备 400 多台。2012 年中国机

械通用零部件工业协会齿轮分会、机械工业信息研究院产业与市场研究所授予宏大齿轮“中国齿轮 50 强最具科技实力企业”称号。目前宏大齿轮注册了 6 个商标，成功申请专利 32 项，其中实用新型专利 29 项，外观专利 3 项；有效实用新型专利 13 项；申请受理发明专利 1 项。在质量控制上，宏大齿轮已通过了 TS16949 质量体系认证，在原材料选购、生产加工、销售等方面实行了全过程的质量控制，具备较强的国际综合竞争力。

2010~2012 年，机械产品板块收入稳步增长，年复合增长率为 19.52%，2012 年实现收入 2.60 亿元，毛利率为 22.48%，机械产品板块收入的增长受宏大齿轮工厂搬迁后产能规模扩大影响较大。2013 年 1~9 月，机械产品

板块实现收入 2.16 亿元，毛利率升至 24.26%。

从销售市场占比看，国内市场占比逐年提升，2012 年已基本实现国内和国外市场份额均分的局面，2013 年前三季度内销占比为 54.78%，外销占比为 45.22%。

从产能情况看，截至 2013 年 9 月底，公司变速箱、减速箱和零件的产能较 2010 年底均有较大幅度提升，各产品的产能利用率均在 80%以上，产品产销率维持在 90%以上。2012 年，公司变速箱的产能利用率为 83.90%，产销率为 103.34%；减速箱的产能利用率为 86.31%，产销率为 95.50%；零件的产能利用率为 84.45%，产销率为 101.91%。2013 年前三季度，各产品的产能利用率和产销率均保持较好水平。

表 9 公司主要机械产品产能及产销情况

产品	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
变速箱(台)	7000	6195	6136	6500	5610	5442	6000	5034	5202	7500	6317	5762
减速箱(台)	12000	10112	9956	28000	24027	24307	23000	19851	18958	20000	16300	16639
零件(万件)	330	272.59	273.86	470	416.81	387.85	500	422.27	430.33	400	332.97	334.55

资料来源：公司提供

公司采取以单定产的生产模式，根据客户的订单或者预测订单组织生产。公司机械产品主要销售给美国伊顿公司、巴西伊顿公司、约翰迪尔公司、东风公司和安徽江淮汽车股份有限公司等，客户集中度较高。国外市场销售给予客户 60 天账期，国内市场根据客户的信用等级给予 0 至 90 天的账期。

总体看，公司机械产品板块收入稳步增长，利润总额增幅较大，随着公司专利技术的进一步成熟，机械产品板块收入规模有望进一步扩大。

纸业板块

公司纸业板块主要由全资子公司韶能集团韶关南雄珠玑纸业有限公司（以下简称“珠玑纸业”）和控股子公司韶能集团广东绿洲纸模包装制品有限公司（以下简称“绿洲公司”）

负责。珠玑纸业主要生产优质胶版纸、精致牛皮纸、特种工业包装纸、本色生活用纸系列、本色浆板和漂白浆板等；绿洲公司主要生产环保工业包装和环保餐具等。目前，纸浆造纸行业受行业产能扩张和国外产品低价进口挤压，整体行业低位运行，公司主要产品价格大幅下滑，并出现产品滞销情况，为了应对纸业板块亏损局面，公司逐步推进产品转型升级，提高资源利用率，开发附加值高的高端纸制品。

2010~2012 年，纸业板块收入波动增长，年复合增长率为 10.72%，2012 年实现收入 2.66 亿元，毛利率为-1.08%，纸业板块亏损的原因除了原材料价格居高不下和国际纸浆低价冲击之外，公司 2012 年淘汰部分自动化程度低、劳动生产率低的生产线，计提了相应的固定资产减值准备，同时对存货也相应计提了跌价准

备，对纸业板块的利润产生了较大的影响。2013年1~9月，纸业板块实现收入1.69亿元，毛利率升至6.98%。

总体看，随着公司对纸业板块的转型升级，纸业亏损局面有所扭转，面对目前纸业行业的低迷现状，公司纸业板块前景仍不明朗。

贸易及服务板块

公司贸易及服务板块由全资子公司韶能集团银岭经贸发展有限公司（以下简称“银岭经贸”）负责，主要销售钢材、水泥和煤炭等。

钢材销售主要是通过重点工程招投标获得供应合同，经销广东韶钢松山股份有限公司生产的“韶钢”品牌进行保供；采购主要是以韶钢为主，采购付款以预付款模式，以4个月银承及现金方式支付。销售回款以每月结算一次，结算后十五日付清上月货款，回款以现金为主，因公司下游客户大部分属于重点工程，业主资金到位，回款情况良好。水泥销售主要是代理经销海螺水泥，以通过合作模式供应高速公路水泥供应，下游客户回款情况良好。煤炭销售主要是供应钢铁厂、火力发电厂为主，主要供应湘钢、坪B发电厂煤炭供应。

2010~2012年，贸易及服务板块收入波动下降，年均降幅为6.38%，2012年实现收入2.13亿元，毛利率为6.30%。2013年1~9月，贸易及服务板块实现收入1.93亿元，毛利率降至1.24%。

总体看，贸易及服务板块是公司收入的主要补充，但毛利率偏低，盈利能力较弱。

2. 经营效率

2010~2012年，公司销售债权周转次数波

动上升，三年分别为7.07次、6.87次和7.99次；受存货规模不断上升的影响，公司的存货周转次数持续下降，三年分别为10.02次、8.94次和5.81次；总资产周转次数略有上升，三年分别为0.25次、0.25次和0.26次。总体看，公司经营效率整体水平较好。

3. 在建项目

从公司在建项目来看，公司除了在建生物质发电项目外，其余主要在建项目均为技改项目。公司于2013年3月经中国证监会核准向7名特定对象非公开发行人民币普通股1.55亿股，募集资金合计人民币5.66亿元，用于生物质发电项目，该项目是广东省第一个以农林废弃物作为燃料的生物质发电项目，装机容量为2×3万千瓦，总投资5.51亿元，2014年2月24日已投入试运行。公司生物质发电技术成熟，生物质发电与火电有共通之处，公司火电厂运营和管理经验丰富，公司周边林业资源丰富，燃料以林业采伐和木材加工废弃物为生物质发电的主要燃料，供应总量充足；根据原国家电监会发布的《电网企业全额收购可再生能源电量监管办法》规定，电网企业全额收购农林废弃物直接燃烧发电项目生产的电量，因此生物质电厂不受电网调度影响，充足的原料供应将保证电厂设备的高利用小时数，将提升公司的盈利能力，为后续拓展项目和电力主业的成长的打开空间。

总体看，公司在建项目以技改项目为主，且大部分以自筹为主，生物质发电项目以非公开募集方式已筹足项目资金，公司对外融资需求不大。

表10 公司主要在建项目

（单位：亿元）

项目	总投资	自有资金（亿元）		开工时间	竣工时间	进度情况	截至2013年9月末已投资	14全年拟投资	15年及以后拟投资
		自筹	融资						
生物质发电项目	5.51	0.03	5.48	2012.6	--	85%	3.96	1.21	0.34
濠湮电厂技改项目	0.09	0.09	--	2012.1	2014.12	78%	0.07	0.02	--

项目	总投资	自有资金（亿元）		开工时间	竣工时间	进度情况	截至2013年9月末已投资	14全年拟投资	15年及以后拟投资
		自筹	融资						
耒阳实业公司技改项目	0.25	0.25	--	2012.1	--	76%	0.19	0.06	--
湾头电厂技改项目	0.05	0.05	--	2012.10	--	100%	0.05	--	--
大沱潭电厂项目	0.37	0.37	--	2010.9	2014.4	100%	0.35	--	0.02
宏大公司技改项目	1.20	0.70	0.50	2011.5	2014.4	80%	0.84	0.36	--
绿洲技改项目	0.50	0.5	--	2013.6	--	12%	0.06	0.44	--
珠玕技改项目	0.15	0.15	--	2010.12	--	93%	0.14	0.01	--
合计	8.12	2.14	5.98	--	--	--	5.66	2.10	0.36

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司已形成以水力发电和综合利用发电为主营业务，同时涉足机械、纸业和贸易领域的经营格局。未来公司一方面将继续扩大电力业务的经营规模，优化电源结构，根据国家产业政策和环保政策，继续发展水电，并重点关注在广东、湖南及云贵地区的水资源开发和并购机会，同时积极开发生物质发电项目，涉足天然气领域，公司未来要发展的天然气业务主要是指工业用天然气的供应和汽车加气站项目；另一方面，在非电业务中选择具有潜力和良好发展前景的行业，努力将其培育和打造成具有竞争优势的区域性龙头企业，提升公司整理盈利能力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2010~2012年财务报表经广东正中珠江会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计结论。公司2013年1~9月的财务报表未经审计。

2011年，公司出售原子公司韶关昌山水泥厂有限公司（以下简称“昌山水泥”）和韶关市昌能资源综合利用开发有限公司，不再纳入合并范围；2012年，公司原控股子公司辰溪辰森综合利用发电厂有限公司清算注销，不再纳入合并范围。昌山水泥2010年底资产总额为3.58亿元，占公司2010年底资产总额的4.26%，移出合并范围后，对公司财务数据的连续性影响

不大。

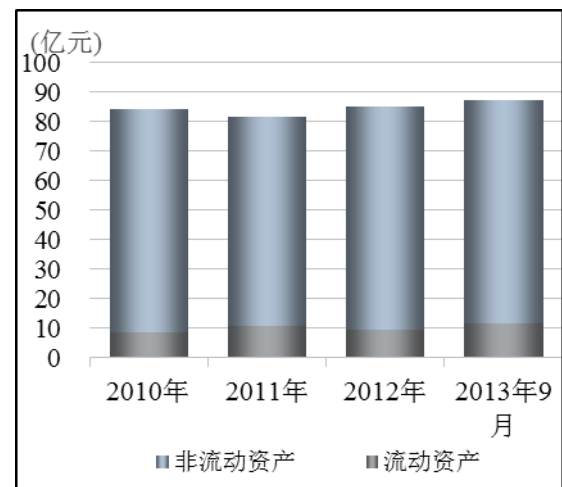
截至2012年底，公司（合并）资产总额为84.87亿元，所有者权益合计为33.69亿元（其中少数股东权益2.44亿元）；2012年公司实现营业收入21.49亿元，利润总额2.02亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额为87.36亿元，所有者权益合计为41.50亿元（其中少数股东权益2.78亿元）。2013年1~9月，公司实现营业收入18.30亿元，利润总额3.52亿元。

2. 资产质量

2010~2012年，公司资产总额有所波动，年复合增长率为0.49%，截至2012年底为84.87亿元，其中流动资产占11.14%，非流动资产占88.86%，公司资产以非流动资产为主。

图6 2010~2013年9月公司资产构成

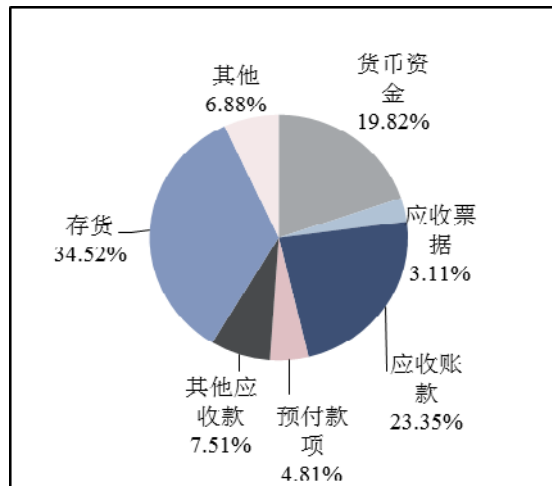


资料来源：公司提供

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产波动增长，年复合增长率为 3.25%，2012 年为 9.45 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、其他流动资产等组成（见图 7）。

图 7 截至 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2010~2012 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 17.53%。截至 2012 年底，公司货币资金为 1.87 亿元，基本全部由人民币存款构成。2012 年，公司无受限货币资金。

2010~2012 年，公司应收账款年均复合下降 12.83%，截至 2012 年底，公司应收账款账面余额为 2.29 亿元，主要为应收电费和应收货款。从账龄上看，1 年以内占 93.67%，1~2 年的占 2.32%，2~3 年的占 3.66%，3 年以上的占 0.34%，公司计提坏账准备 0.08 亿元，公司应收账款净额为 2.21 亿元。应收账款前五名金额合计为 1.16 亿元，占期末余额的 50.60%。整体看，公司账龄较短，回收风险低。

表 11 2012 年底前五位应收账款客户构成情况
(单位：万元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
湖南省电力公司	3623.85	1 年	15.84
怀化电力集团有限责任公司	3337.27	1 年	14.59
中国能源建设集团广东省电力第一工程局	2705.91	1 年	11.83
广东电网公司韶关供电局	1400.01	1 年	6.12
约翰迪尔(天津)有限公司	507.49	1 年	2.22
合 计	11574.52	--	50.60

资料来源：公司年报

2010~2012 年，公司预付款项年均波动下降 31.41%。截至 2012 年底，公司预付账款 0.46 亿元，同比大幅下降 76.60%，主要是预付的材料款和备料款等，其中，1 年以内的占 95.36%。

2010~2012 年，公司其他应收款波动增长，年复合增长率为 106.43%，截至 2012 年底，公司其他应收款账面余额 0.74 亿元，主要为往来款项，从账龄看，1 年以内占 81.91%，1~2 年占 13.85%，2~3 年的占 0.70%，3 年以上占 3.74%；公司计提坏账准备 0.03 亿元，计提比例一般，公司其他应收款净额为 0.71 亿元。其他应收款前五名金额合计为 0.53 亿元，占其他应收款期末余额的 71.28%，集中度较高。整体看，公司其他应收款账龄较短，集中度较高，回款风险不高。

2010~2012 年，公司存货快速增长，年复合增长率为 37.78%。截至 2012 年底，公司账面余额 3.35 亿元，主要包括库存商品 0.53 亿元、原材料 2.17 亿元、在产品 0.20 亿元和产成品 0.43 亿元等。公司存货计提跌价准备 0.09 亿元，存货净额为 3.26 亿元。

2012 年，公司新增其他流动资产 0.65 亿元，包括待抵扣进项税 0.53 亿元和预交企业所得税 0.12 亿元。

非流动资产

2010~2012 年，公司非流动资产有所波动，年复合增长率为 0.16%，截至 2012 年底，公司非流动资产为 75.42 亿元，主要由固定资产（占 93.58%）、在建工程（占 4.49%）和无形资产（占 1.04%）构成。

2010~2012 年，公司固定资产有所波动，截至 2012 年底，公司固定资产原值为 92.55 亿元，主要包括房屋及建筑物 56.27 亿元和机器设备 34.97 亿元。公司累计计提折旧 21.88 亿元，计提减值准备 0.90 亿元，公司固定资产账面价值为 70.57 亿元。

2010~2012 年，公司在建工程快速增长，年复合增长 20.22%，截至 2012 年底，公司在建工程为 3.39 亿元，主要包括生物质发电筹建 1.87 亿元、宏大齿轮设备及车间改造工程

0.71 亿元等。

2010~2012 年，公司无形资产年均下降 5.87%，截至 2012 年底，公司无形资产原值 1.33 亿元，计提摊销 0.29 亿元，账面价值为 1.04 亿元，其中土地使用权 1.02 亿元、软件 200.24 万元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额为 87.36 亿元，较 2012 年底增长 2.94%，其中流动资产占 13.23%，非流动资产占 86.77%，公司资产仍以非流动资产为主。公司流动资产中，货币资金较上年底大幅增长 89.11%，原因为公司于 2013 年 3 月 20 日非公开发行 1.55 亿股 A 股股票（发行价格为 3.65 元/股），募集资金 5.66 亿元，生物质能发电项目已投入 3.96 亿元所致；非流动资产中，在建工程增加 2.31 亿元，主要为公司生物质能发电项目增加的投入。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中应收账款和存货占比较高，对公司资金形成一定占用；非流动资产中固定资产占比高，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益小幅增长，年复合增长率为 2.64%，截至 2012 年底，公司所有者权益 33.69 亿元，其中实收资本占 27.47%、资本公积占 42.88%、盈余公积占 11.30%、未分配利润占 11.09%、少数股东权益占 7.26%。

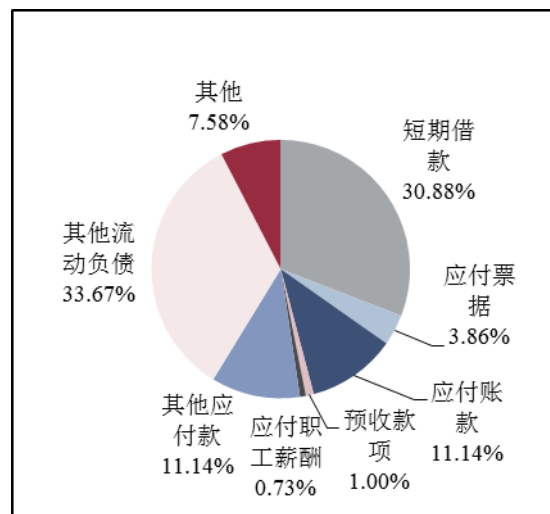
截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益为 41.49 亿元，较 2012 年底增长 23.17%，受非公开定向增发影响，公司实收资本和资本公积均有所增长，未分配利润较年初增长 50.64%。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

2010~2012 年，公司负债有所波动，年均下降 0.85%，截至 2012 年底，公司负债合计为 51.18 亿元，其中流动负债占 34.82%，非流动负债占 65.18%，公司负债以非流动负债为主。

2010~2012 年，公司流动负债年均增长 15.74%，截至 2012 年底为 17.82 亿元。公司

流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成（见图 8）。

图 8 截至 2012 年底公司流动负债结构



资料来源：公司提供

2010~2012 年，公司短期借款年均大幅增长 212.35%，主要来自于 2012 年新增的信用借款 4.30 亿元，2012 年公司短期借款为 5.50 亿元；公司应付账款年均复合增长 10.01%，2012 年为 1.98 亿元；公司其他应付款波动下降，年均复合下降 6.76%，2012 年为 1.98 亿元；2010~2012 年，公司其他流动负债保持为 6.00 亿元，分别为公司 2010~2012 年发行的短期融资券（额度均为 6 亿元）。

2010~2012 年，公司非流动负债年均复合下降 7.23%，主要为长期借款和专项应付款的减少所致。截至 2012 年底，公司非流动负债为 33.36 亿元，主要由长期借款（占 77.67%）、应付债券（占 17.84%）和其他非流动负债（占 4.04%）组成。

2010~2012 年，公司长期借款年均复合下降 9.59%，截至 2012 年底为 25.91 亿元。公司长期借款分类如下表：

表 12 截至 2012 年底公司长期借款分类
(单位：亿元)

项目	金额
信用借款	4.36
保证借款	1.83
抵押借款	14.83
质押借款	4.18

质押、抵押	0.71
合计	25.91

资料来源：公司审计报告

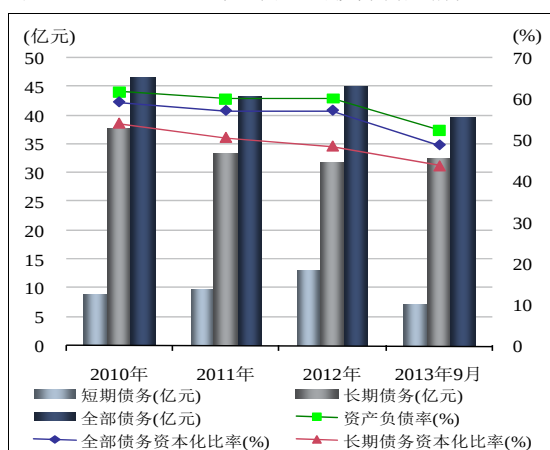
2012 年，公司应付债券 5.95 亿元，为公司 2007 年 10 月发行的公司债（期限为 10 年，额度为 6 亿元）。

2010~2012 年，公司其他非流动负债年均大幅增长 261.98%，2012 年为 1.35 亿元，较 2011 年增加 1.25 亿元，主要为新增搬迁资金重置资产 1.18 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司负债合计为 45.86 亿元，其中流动负债占 25.99%，非流动负债占 74.01%，公司流动负债较 2012 年底减少 5.90 亿元，主要是由于公司 2012 年发行的 6 亿元短期融资券到期所致。公司其他负债项目变动不大，负债结构基本维持稳定。

2010~2012 年，公司有息债务波动下降，年复合下降 1.56%，截至 2012 年底为 45.02 亿元，其中短期债务占 29.23%，长期债务占 70.77%。截至 2013 年 9 月底，公司有息债务总额为 39.56 亿元，其中短期债务占 18.01%，长期债务占 81.99%，有息债务结构与 2012 年底有所变化，主要是公司 2013 年 9 月 6 日完成了“12 韶能 CP001”的兑付，短期债务规模有所下降所致。

图 9 2010~2013 年 9 月公司债务构成情况



资料来源：公司提供

2010~2012 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动中有小幅下降，长期债务资本化比率有所下降，三年间，三项指标的

均值分别为 60.60%、57.59%和 50.32%，截至 2012 年底三项指标分别为 60.30%、57.20%和 48.61%。截至 2013 年 9 月底，受公司非公开定向增发股票和兑付“12 韶能 CP001”的影响，以上指标分别降至 52.50%、48.80%和 43.87%，债务负担有所减轻。

总体看，公司债务结构与资产结构基本匹配，债务负担适宜。

4. 盈利能力

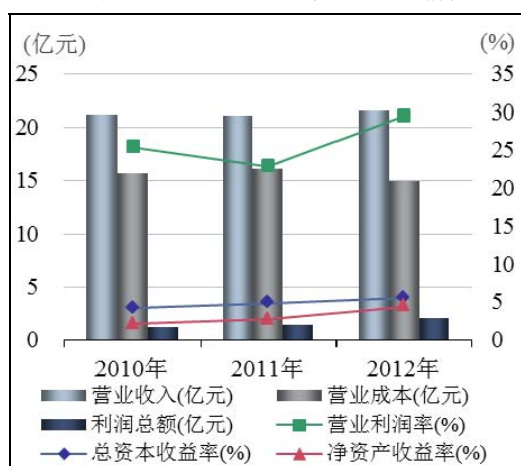
2010~2012 年，公司收入规模保持稳定，2012 年为 21.49 亿元；同期受煤价低位影响，公司营业成本波动中小幅下降，年复合下降 2.40%，2012 年为 14.94 亿元；受此影响，公司营业利润率波动上升，2012 年为 29.58%。

2010~2012 年，公司期间费用及占营业收入的比重均波动中小幅增长，三年分别为 4.48 亿元（占营业收入的比重为 21.11%）、4.38 亿元（占 20.74%）和 4.68 亿元（占 21.77%），公司期间费用占营业收入比重较高，其中主要以管理费用和财务费用为主。

2011 年，公司取得投资收益 0.83 亿元，为转让子公司韶关昌山水泥厂有限公司股权取得投资收益 7426.75 万元及转让韶关市昌能资源综合利用开发有限公司股权取得投资收益 839.34 万元。2010~2012 年，公司营业利润快速增长，年均复合增长 23.05%，2012 年为 1.51 亿元。

2010~2012 年公司营业外收入分别为 0.26 亿元、0.18 亿元和 1.21 亿元，2012 年公司营业外收入主要包括非流动资产处置利得 0.46 亿元（为公司以土地使用权出资、清算辰森综合利用发电厂有限责任公司收入）和拆迁补偿收入 0.65 亿元（为公司子公司韶关宏大齿轮有限公司搬迁完成确认收入）；2010~2012 年营业外收支对公司的利润贡献分别为 0.20 亿元、0.08 亿元和 0.51 亿元，对利润总额起到一定补充。

图 10 2010~2012 年公司盈利情况



资料来源：公司提供

2010~2012 年公司利润总额和净利润均快速增长，2012 年分别为 2.02 亿元和 1.48 亿元。同期，公司净资产收益率与总资本收益率均有所增长，2012 年分别为 5.56%与 4.38%。

2013 年 1~9 月，受水电大发和燃煤成本处于低位的影响，公司实现营业收入 18.30 亿元，同比增长 10.94%，同期营业成本为 11.24 亿元，同比增长 5.99%，分别占 2012 年全年水平的 85.15%与 75.22%；公司营业利润率较 2012 年底大幅上升至 37.72%。2013 年 1~9 月，公司实现利润总额和净利润分别为 3.52 亿元和 2.63 亿元，分别同比增长 32.76%和 32.46%。

总体看，公司收入保持稳定，利润规模快速增长，营业利润率呈现波动上升趋势，盈利能力较好。

5. 现金流

2010~2012 年，公司经营活动现金流入量分别为 24.85 亿元、24.39 亿元和 24.58 亿元；经营活动现金流量净额分别为 6.26 亿元、5.31 亿元和 6.44 亿元，均较为稳定。2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额较 2010 年下降 15.22%，主要是由于 2011 年公司实现收入较 2010 年小幅下降，而相应的营业成本较 2010 年有所上升。近三年公司现金收入比分别为 112.80%、112.28%和 111.59%，公司经营获现能力尚可。

2010~2012 年，公司投资活动现金流量净额分别为-2.77 亿元、0.44 亿元和-5.92 亿元。公司近年来对外投资主要集中在收购水电公司等方面。2011 年公司投资活动现金流表现为净流入，主要为 2011 年公司出售子公司昌山水泥和韶关市昌能资源综合利用开发有限公司的全部股权，并收回该两个公司往来欠款及本次股权转让款，及子公司宏大公司收到旧厂区改造项目专项资金所致。

2010~2012 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 3.49 亿元、5.75 亿元和 0.52 亿元，均体现为净流入，公司对外部融资的依赖程度不高。

筹资活动方面，2010~2012 年，公司筹资活动现金流入量分别为 13.34 亿元、12.49 亿元和 19.93 亿元；筹资活动现金流量净额分别为-3.23 亿元、-5.47 亿元和-1.69 亿元。

2013 年 1~9 月，公司实现经营性现金流入量 20.24 亿元，流量净额 6.87 亿元，表现为净流入，现金收入比为 107.17%，较 2012 年底小幅下降；投资活动现金流净额为-2.99 亿元，表现为净流出，其中收回投资收益收到的现金和投资支付的现金金额较大，主要为公司收回到期的理财产品以及购买新一期的理财产品；筹资活动现金流净额为-2.21 亿元，表现为净流出。

总体看，公司经营活动获取现金能力尚可，经营性现金流入量和净现金流较为稳定；对外投资规模一般，经营活动产生的现金能够满足投资活动需求；公司对外融资主要用于满足经营规模扩大对运营资金的需求。

6. 偿债能力

2010~2012 年，公司流动比率和速动比率呈现波动下降态势，2012 年底分别为 53.06%和 34.74%，截至 2013 年 9 月底，受公司偿还短期融资券以及非公开定向增发的影响，以上两项指标分别上升至 96.97%和 72.54%；2010~2012 年公司经营现金流动负债比持续下滑，2012 年为 36.17%；2010~2012

年,公司经营活动现金流入量对流动负债的保障倍数分别为 1.87 倍、1.73 倍和 1.38 倍;经营现金流动负债比分别为 47.09%、37.67%和 36.17%。总体看,公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看,2010~2012 年,公司 EBITDA 年均复合增长 7.39%,2012 年为 7.74 亿元;公司 EBITDA 利息倍数波动上升,2012 年为 2.99 倍;公司全部债务/EBITDA 持续下降,三年分别为 6.03 倍、5.41 倍和 5.04 倍。总体看,公司长期偿债能力尚可。

截至 2013 年 9 月底,公司无对外担保。

截至 2013 年 9 月底,公司获得银行授信人民币 48.00 亿元、美元 600.00 万元,尚未使用额度为人民币 16.00 亿元、美元 192.00 万元,公司间接融资渠道畅通;公司为深圳 A 股上市公司(股票代码:SZ.000601),公司直接融资渠道畅通,总体看,公司直接间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(企业信用代码:G1044020300013920D),截至 2014 年 1 月 13 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司业务多元化发展,近年公司水电站所属地区降水量及来水量情况较好,且部分水电站上网电价上调,公司毛利率水平和营业利润均有所上升。2013 年,公司成功完成非公开定向增发,资产负债率有所下降。但公司水电业务受自然条件影响大,且公司纸业板块前景不佳,对公司经营情况有一定的影响。

基于对公司资产与收入规模、自身运营管理和财务状况等方面的综合分析,公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 2 亿元,占 2013 年 9 月底全部债务的 5.06%,对公司现有债务有一定影响。

以公司 2013 年 9 月底报表财务数据为基础,不考虑其他因素,预计本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 53.56%和 50.04%,公司债务负担上升较快。考虑到公司本期债券募集资金将替代部分银行借款,实际值可能低于上述预估值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至 2013 年 9 月底,公司现金类资产合计 3.96 亿元(已剔除受限货币资金),是本期中期票据发行额度的 1.98 倍;2010~2012 年,公司现金类资产(未剔除受限货币资金)分别为 3.11 亿元、3.40 亿元和 2.17 亿元,分别是本期中期票据发行额度的 1.55 倍、1.70 倍和 1.08 倍。公司现金类资产对本期中期票据保障能力一般。

2010~2012 年,公司经营活动产生的现金流入量分别为 24.85 亿元、24.39 亿元和 24.58 亿元,分别是本期中期票据额度的 12.42 倍、12.19 倍和 12.29 倍;同期,公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.26 亿元、5.31 亿元和 6.44 亿元,分别是本期中期票据额度的 3.13 倍、2.66 倍和 3.22 倍。2010~2012 年,公司 EBITDA/本期中期票据发行额度分别为 3.36 倍、3.47 倍和 3.88 倍。总体看,公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度良好。

十、结论

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。近年来,随着装机容量的快速扩张,国内电力市场供需紧张的状况基本趋于缓

和，但电力行业作为国民经济的先行产业，具有超前发展的特点，且相比于发达国家国内现有的人均装机容量和用电量仍处于较低水平，未来随着宏观经济增长，电力行业仍具有良好的长期发展前景。

公司是广东省韶关市国资委直属的以可再生能源和清洁能源投资开发与经营等电力产业为主营业务的集团企业，在资产规模、电源结构、多元化经营、盈利能力和发展前景等方面具有综合优势。

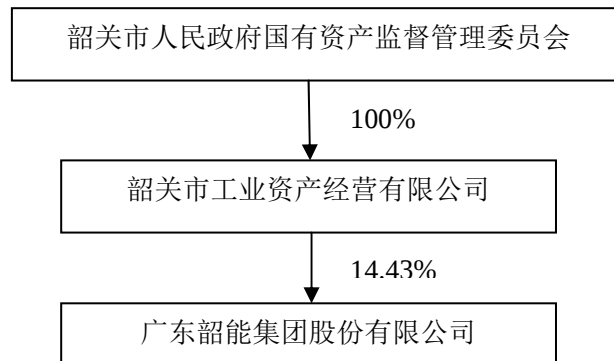
作为深圳证券交易所上市公司，公司治理结构完善，内部控制制度健全，整体管理水平较高。目前，公司资产构成以非流动资产为主，整体资产质量一般；公司盈利能力较强，经营活动获现能力尚可且稳定性较高。

未来，公司仍将坚持清洁能源主业，适当开拓生物质发电及天然气行业，非电产业将加大技改力度，力争扭转部分非电企业亏损的局面。公司电源结构合理，广东省和湖南省用电市场较为集中，公司整体盈利规模持续增长，有力地支撑了公司稳健的信用基本面。

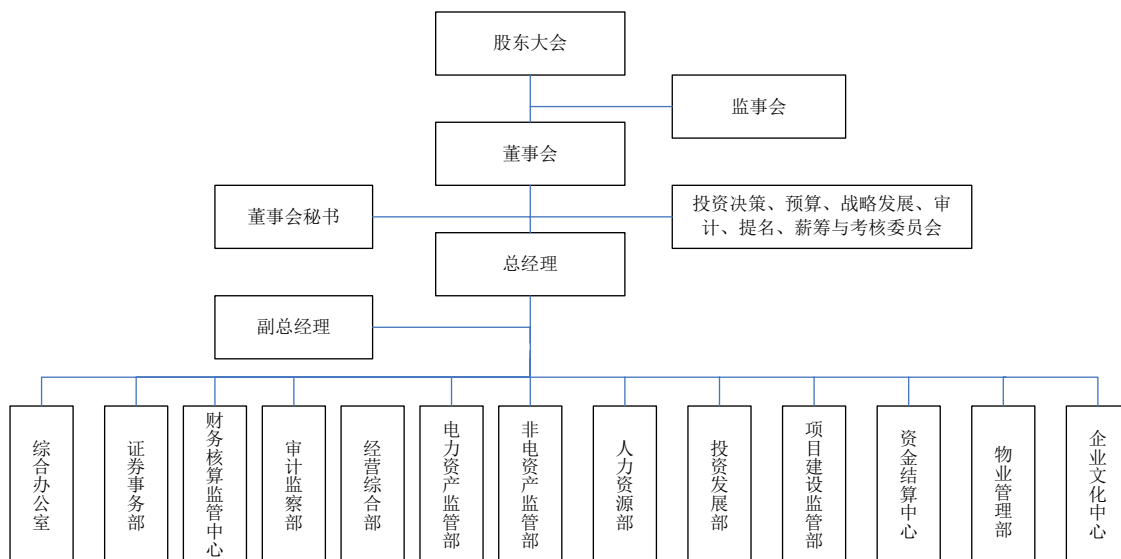
公司现金类资产对本期中期票据的保障能力一般，经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度良好。

综合来看，公司主体长期信用风险较低。本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	27552.01	30401.37	18738.23	-17.53	35436.16
交易性金融资产					
应收票据	3543.00	3602.41	2937.57	-8.94	4367.20
应收账款	29053.73	25199.72	22076.62	-12.83	28343.14
预付款项	9674.54	19445.74	4550.82	-31.41	6076.80
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1666.22	9207.72	7100.68	106.43	7539.55
存货	17189.86	18827.31	32632.63	37.78	29118.77
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	0.00	6506.03		4702.50
流动资产合计	88679.35	106684.28	94542.57	3.25	115584.12
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	85.00	85.00	180.00	45.52	180.00
投资性房地产					
固定资产	714683.82	664270.17	705747.02	-0.63	687020.68
在建工程	23445.97	31444.95	33886.14	20.22	56940.25
工程物资	286.68	321.43	175.60	-21.74	236.06
固定资产清理	0.00	531.95	0.00		130.53
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	11760.36	11450.75	10420.31	-5.87	10220.54
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	0.00	779.79	933.49		1070.03
递延所得税资产	1539.78	1479.72	1181.32	-12.41	1616.24
其他非流动资产	0.00	0.00	1651.40		651.40
非流动资产合计	751801.60	710363.75	754175.27	0.16	758065.73
资产总计	840480.95	817048.03	848717.84	0.49	873649.86

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	5640.14	5144.54	55026.45	212.35	60497.56
交易性金融负债					
应付票据	4836.00	1470.00	6880.70	19.28	9178.13
应付账款	16397.75	16839.60	19845.62	10.01	14939.07
预收款项	3142.58	1392.21	1780.51	-24.73	1256.48
应付职工薪酬	935.84	914.92	1301.30	17.92	842.53
应交税费	-893.63	-97.40	1358.62		7484.35
应付利息	2339.66	3073.56	2449.38	2.32	3837.17
应付股利	0.00	1.31	0.00		0.00
其他应付款	22828.02	19466.86	19844.92	-6.76	19596.62
预计负债					
一年内到期的非流动负债	17800.00	32771.09	9700.00	-26.18	1562.00
其他流动负债	60000.00	60000.00	60000.00		0.00
流动负债合计	133026.35	140976.68	178187.49	15.74	119193.90
非流动负债：					
长期借款	316997.09	274546.00	259136.00	-9.59	264783.35
应付债券	59323.87	59410.04	59501.29	0.15	59573.76
长期应付款	828.52	843.30	858.08	1.77	869.16
专项应付款	9457.40	15149.10	649.97	-73.78	1070.36
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	1028.38	1005.90	13475.04	261.98	13175.06
非流动负债合计	387635.26	350954.35	333620.39	-7.23	339471.70
负债合计	520661.61	491931.02	511807.87	-0.85	458665.60
所有者权益：					
实收资本(或股本)	92555.17	92555.17	92555.17	0.00	108055.17
资本公积	144729.74	144729.74	144465.59	-0.09	183640.64
减：库存股					
盈余公积	33774.83	35853.84	38085.63	6.19	39232.78
未分配利润	23076.97	27743.05	37358.42	27.23	56275.08
外币报表折算差额	0.00	0.00	-1.06		-6.98
归属于母公司权益合计	294136.70	300881.79	312463.76	3.07	387196.69
少数股东权益	25682.63	24235.21	24446.21	-2.44	27787.57
所有者权益合计	319819.33	325117.00	336909.97	2.64	414984.26
负债和所有者权益总计	840480.95	817048.03	848717.84	0.49	873649.86

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	212137.37	210960.67	214890.74	0.65	182981.84
减: 营业成本	156860.15	161015.40	149428.50	-2.40	112396.98
营业税金及附加	1219.37	1573.47	1894.98	24.66	1556.12
销售费用	6156.27	5106.60	5940.28	-1.77	4379.51
管理费用	14690.78	13381.47	14646.62	-0.15	11678.70
财务费用	23943.86	25262.79	26197.63	4.60	18469.68
资产减值损失	-731.98	401.49	1655.85		362.20
加: 公允价值变动收益					
投资收益	0.58	8267.30	13.00	373.08	58.68
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	9999.50	12486.76	15139.88	23.05	34197.33
加: 营业外收入	2590.33	1820.41	12126.42	116.37	1207.19
减: 营业外支出	611.06	1054.17	7018.90	238.92	252.61
其中: 非流动资产处置损失	110.54	167.94	397.57	89.65	32.71
三、利润总额	11978.77	13253.00	20247.40	30.01	35151.91
减: 所得税费用	5169.48	4538.84	5476.02	2.92	8845.17
四、净利润	6809.30	8714.15	14771.37	47.29	26306.74
其中: 归属于母公司的净利润	7426.75	8596.19	13698.27	35.81	22765.19
少数股东损益	-617.45	117.96	1073.10		3541.55
被合并方合并前的净利润					

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	239291.31	236859.36	239803.54	0.11	196097.54
收到的税费返还	4149.17	2822.54	3029.70	-14.55	3008.77
收到其他与经营活动有关的现金	5042.62	4190.78	2930.24	-23.77	3316.85
经营活动现金流入小计	248483.10	243872.68	245763.48	-0.55	202423.17
购买商品、接受劳务支付的现金	136915.52	142923.89	123512.08	-5.02	91467.21
支付给职工以及为职工支付的现金	16756.55	17977.15	19599.45	8.15	15354.67
支付的各项税费	20929.68	20786.22	27085.67	13.76	17759.78
支付其他与经营活动有关的现金	11241.38	9077.76	11123.88	-0.52	9142.79
经营活动现金流出小计	185843.13	190765.02	181321.09	-1.22	133724.44
经营活动产生的现金流量净额	62639.97	53107.66	64442.38	1.43	68698.72
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	36.00	0.00	460.00	257.46	66460.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		58.68
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1327.65	4099.13	2340.11	32.76	114.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	13330.87	5500.18		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	5080.67	30511.20	4460.00	-6.31	0.00
投资活动现金流入小计	6444.32	47941.21	12760.29	40.72	66632.67
购建固定资产、无形资产等支付的现金	32871.36	38502.99	71718.52	47.71	30567.19
投资支付的现金	1268.73	0.00	247.00	-55.88	66000.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	5000.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	34140.09	43502.99	71965.52	45.19	96567.19
投资活动产生的现金流量净额	-27695.77	4438.22	-59205.24	46.21	-29934.52
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		56575.00
取得借款收到的现金	73433.33	64925.40	139282.69	37.72	73694.24
发行债券收到的现金	60000.00	60000.00	60000.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	133433.33	124925.40	199282.69	22.21	130269.24
偿还债务支付的现金	140803.98	152924.09	188243.17	15.63	130555.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24566.36	26349.05	27462.94	5.73	19778.76
支付其他与筹资活动有关的现金	370.39	363.40	478.36	13.64	2013.84
筹资活动现金流出小计	165740.73	179636.54	216184.47	14.21	152347.85
筹资活动产生的现金流量净额	-32307.39	-54711.14	-16901.78	-27.67	-22078.61
四、汇率变动对现金的影响	13.87	14.63	1.49	-67.24	12.33
五、现金及现金等价物净增加额	2650.69	2849.37	-11663.14		16697.93
加: 期初现金及现金等价物余额	24901.32	27552.01	30401.37	10.49	18738.23
六、期末现金及现金等价物余额	27552.01	30401.37	18738.23	-17.53	35436.16

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	6809.30	8714.15	14771.37	47.29
加: 资产减值准备	-731.98	401.49	1655.85	
固定资产折旧及其他	31465.70	30826.72	31348.25	
无形资产摊销	309.61	309.61	309.18	
长期待摊费用摊销	0.00	3.94	66.32	
处置固定资产、无形资产等损失	66.99	151.14	-4208.16	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	23855.30	25482.65	26124.91	4.65
投资损失	-0.58	-8267.30	-13.00	
递延所得税资产减少	-290.27	-216.97	298.40	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-2574.86	-4342.82	-14069.15	
经营性应收项目的减少	11954.95	1535.13	-2772.27	
经营性应付项目的增加	-8224.17	-1490.08	10930.67	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	62639.97	53107.66	64442.38	1.43
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	27552.01	30401.37	18738.23	-17.53
减: 现金的期初余额	24901.32	27552.01	30401.37	10.49
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	2650.69	2849.37	-11663.14	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	7.07	6.87	7.99	7.47	--
存货周转次数(次)	10.02	8.94	5.81	7.59	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.25	0.26	0.26	--
现金收入比(%)	112.80	112.28	111.59	112.04	107.17
盈利能力					
营业利润率(%)	25.48	22.93	29.58	26.77	37.72
总资本收益率(%)	4.18	4.84	5.56	5.07	--
净资产收益率(%)	2.13	2.68	4.38	3.42	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	54.06	50.67	48.61	50.32	43.87
全部债务资本化比率(%)	59.23	57.13	57.20	57.59	48.80
资产负债率(%)	61.95	60.21	60.30	60.60	52.50
偿债能力					
流动比率(%)	66.66	75.68	53.06	62.56	96.97
速动比率(%)	53.74	62.32	34.74	46.82	72.54
经营现金流动负债比(%)	47.09	37.67	36.17	38.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	2.75	2.97	2.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.02	5.37	5.03	5.33	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.09	0.15	0.01	0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.49	2.29	0.20	1.09	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	3.36	3.47	3.88	3.66	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.42	12.19	12.29	12.29	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.13	2.66	3.22	3.03	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.75	2.88	0.26	1.34	--

注：2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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：主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 广东韶能集团股份有限公司 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广东韶能集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广东韶能集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，广东韶能集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东韶能集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广东韶能集团股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广东韶能集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广东韶能集团股份有限公司、主管部门、交易机构等。

