



广州恒运企业集团股份有限公司 2014 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2013】1108 号

公司债券信用等级：AA
主体信用等级：AA
评级展望：稳定

发债主体：广州恒运企业集团股份有限公司
发行规模：本次债券发行总额不超过 10 亿元（含 10 亿元），首期发行规模为 5 亿元
债券期限：5 年
偿还方式：每年付息一次（附回售和调整利率选择权），到期一次还本
发行目的：偿还银行贷款、补充流动资金

评级观点

广州恒运企业集团股份有限公司（以下简称“穗恒运”或“公司”）主要从事电力、热力的生产和销售业务。评级结果反映了公司面临良好的外部发展环境，公司装机容量较大、发电机组利用小时数位居广东省前列，供热业务经营稳定，公司毛利率维持在行业较高水平等优势；同时也反映了电煤价格波动对公司盈利水平影响较大，公司债务期限结构较为集中等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着机组综合改造以及长距离供热的推进，公司业务将保持稳定运营。综合来看，大公对穗恒运的评级展望为稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2013	2012	2011
总资产	83.88	78.96	64.94
所有者权益	27.12	24.68	22.21
营业收入	32.81	31.44	33.35
利润总额	5.24	3.97	1.74
经营性净现金流	13.99	16.87	7.39
资产负债率 (%)	67.67	68.75	65.80
债务资本比率 (%)	53.11	58.37	62.95
毛利率 (%)	30.03	23.22	15.84
总资产报酬率 (%)	8.67	7.80	5.63
净资产收益率 (%)	13.75	11.94	4.75
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	6.72	6.62	3.18
经营性净现金流/总负债 (%)	25.20	34.79	18.04

主要优势/机遇

- 热电联产行业受国家和地方政府政策支持且具有区域垄断经营特征，广东省经济快速发展，电力需求旺盛，为公司提供了良好的外部发展环境；
- 公司可控装机容量在广州市地方燃煤机组中排名第二，热电联产发电项目优先上网发电，发电机组利用小时数在广东省发电企业中位居前列；
- 公司是广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一，也是广州开发区唯一的供热公司，有利于公司保持供热业务的稳定经营；
- 受益于公司热电联产业务优势，毛利率维持在行业较高水平。

主要风险/挑战

- 广东省煤炭资源缺乏，电煤价格波动对公司盈利水平影响较大，且能源政策、环保政策要求较高，对公司的发展有一定的挑战；
- 公司债务期限结构较为集中，流动资产对流动负债覆盖程度一般。

评级小组负责人：杨姗姗
评级小组成员：王蕾蕾
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年四月二十八日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有、或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

穗恒运原名为广州恒运热电股份有限公司，系于1992年11月30日经广州市企业股份制试点联审小组《关于同意设立广州恒运热电股份有限公司的批复》（穗改股字【1992】5号）批准，由广州经济技术开发区工业发展总公司、广州经济技术开发区国际信托投资公司和广州经济技术开发区黄电电力技术发展公司，以广州经济技术开发区恒运热电厂经评估的净资产折为法人股投入，以及内部职工参资入股共同募集设立的股份制公司。公司于1993年10月向社会公开发行股票，并于1994年1月6日在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码为“000531”。经广州经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）穗开管函【1994】120号文、广州市经济体制改革委员会《关于同意组建广州恒运企业集团的批复》（穗改字【1994】30号文）批准，1994年12月19日起公司更名为现名。截至2013年末，公司注册资本为34,254.14万元人民币，其中广州凯得控股有限公司为公司的控股股东，持股26.12%（其他股东见附件1）。

公司主营业务为电力、热力的生产与销售，另外还经营热力仪表维修、管网及其副产品、建筑材料、煤炭、石油制品、电力行业的技术咨询及技术服务和电力副产品的综合利用等业务。截至2013年末，公司拥有控股子公司7家（公司子公司情况见表1），可控装机容量为102万千瓦。2013年11月，根据公司董事会决议，公司为整合资源、优化治理结构、明确电力主业定位，拟吸收合并全资子公司广州恒运热电(C)厂有限责任公司（以下简称“恒运C厂”），包括恒运C厂全部资产、负债、权益、人员及经营业务，吸收合并后，恒运C厂的独立法人地位将被注销；2013年12月公司临时股东大会通过此决议。

表1 截至2013年末公司子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	享有表决权比例	注册资本
广州恒运热电(C)厂有限责任公司	100.00	100.00	56,000.00
广州恒运热电(D)厂有限责任公司	99.00	99.00	85,000.00
广州恒运热力有限公司	100.00	100.00	546.00
广州恒运东区热力有限公司	70.00	70.00	4,500.00
广州锦泽房地产开发有限公司	58.00	58.00	35,952.38
龙门县恒隆环保钙业有限公司	99.30	99.30	3,000.00
广州壹龙房地产开发有限公司	57.42	57.42	10,000.00 ¹

数据来源：根据公司提供资料整理

¹ 广州壹龙房地产开发有限公司实收资本为8,000万元。



发债情况

债券概况

本次债券是穗恒运面向在证券登记机构开立合格证券账户的社会公众投资者和机构投资者发行的公司债券，本次债券经中国证监会核准公开发行，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），首期发行金额为 5 亿元人民币，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券无担保。

募集资金用途

首期公司债券募集资金在扣除发行费用后，拟用 3.75 亿元偿还银行贷款，调整债务结构，剩余资金用于补充公司流动资金。

宏观经济和政策环境

2013 年四季度我国经济继续保持平稳增长，全年主要经济指标处于合理区间；未来短期内我国经济有望继续保持稳中有进的趋势，长期来看经济运行仍面临一定的挑战

2013 年四季度，我国经济继续保持平稳增长，GDP 同比增速为 7.7%，较三季度有所下滑；初步核算，2013 年，我国实现 GDP56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，完成年初 7.5% 的增速目标；规模以上工业增加值同比增长 9.7%，固定资产投资（不含农户）43.65 万亿元，同比名义增长 19.6%，增速较前三季度下降 0.6 个百分点；社会消费品零售总额为 23.44 万亿元，同比名义增长 13.1%，增速较前三季度加快 0.2 个百分点；进出口总额为 4.16 万亿美元，同比增长 7.6%。2013 年，全国公共财政收入为 12.91 万亿元，同比增长 10.1%；政府性基金收入为 5.22 万亿元，同比增长 39.2%。2013 年，我国货币信贷和融资规模适度增长，全社会融资规模为 17.29 万亿元，其中人民币贷款增量为 8.89 万亿元。截至 2013 年末，我国广义货币供应量 M2 余额为 110.65 万亿元，同比增长 13.6%。

2013 年，为应对经济下行压力，国家在宏观政策方面开展多项微调，一方面在实施稳健货币政策和积极财政政策的基础上，创新宏观管理方式，明确政策导向和调控空间，提高社会预期的稳定性；另一方面围绕调结构、稳增长和促改革，推进城镇化、工业化、信息化和农业现代化进程，通过加大棚户区改造、利率市场化改革以及信息化改革等，促进投资领域、金融市场、信息化行业等的发展，巩固农业发展的稳定性，调动和激发投资需求，发挥投资在经济增长方面的关键作用。其他方面，国内消费需求增长稳定，消费价格涨幅和就业形势基本稳定，消费对 GDP 增长的贡献率达到 50%。中共十八届三中全会



提出，未来将逐步“健全城乡一体的新型工农城乡关系”和“完善城镇化健康发展体制机制”等，国内城镇化建设将继续推进，同时，2013年底的中央经济工作会议业务明确未来经济政策将继续保持“连续性和稳定性”，并强调“使经济运行处于合理区间”，显示出政策层面对保持经济稳定增长的重视。

从外部环境来看，世界经济呈现复苏态势，美欧日等经济逐步好转，对我国扩大出口产生一定的积极作用，但人民币对美元汇率持续提高、贸易和投资保护主义倾向上升、部分新兴经济体出现金融市场动荡以及美国财政和货币政策的不确定性也使得我国经济发展面临一定的风险因素。

预计未来短期内，我国整体经济有望保持稳中有进的发展趋势，长期来看经济运行仍面临经济结构调整、发展方式转变及外部环境变化等挑战。

行业及区域经济环境

热电联产是高效能源生产方式，国家和地方政府鼓励发展热电联产行业，热电联产发电项目优先上网发电；热电行业具有区域垄断经营特性，有利于热电联产公司维持较为稳定的收入

热电联产是高效能源生产方式，传统燃煤发电厂的热效率只有约30%~40%，一般功率50兆瓦以下的热电厂的热效率可达45%~90%。

热电联产是国家鼓励发展的行业，国家提出多项政策支持热电联产的发展。2007年国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）连续发布《热电联产和煤矸石综合利用发电项目建设管理暂行规定》、《能源发展“十一五”规划》，明确提出推进区域热电联产的发展，优先规划建设以采暖为主的热电联产项目，热电联产发电项目优先上网发电。工信部发布的《工业节能“十二五”规划》提出，在钢铁、有色金属、化工、轻工等行业发展热电联产，实现能源的梯级利用和能源利用效率的提高；同时提出支持工业园区内企业按相关产业政策发展热电联产，为园区集中供电、供热、供冷。根据国家发展改革委能源局发布的《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》，到2020年我国热电联产总装机容量将达到2亿千瓦，其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量约为1亿千瓦；其预计到2020年，全国总发电装机容量将达到9亿千瓦左右，热电联产机组将占全国发电装机容量的22%，在火电机组中的比例为37%左右。

广东省也将热电联产放于优先发展地位，《广东省国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》提出加强能源供应基础设施建设，合理布局建设工（产）业园区热电冷联供项目和分布式能源项目，在珠三角区内负荷中心建设环保型支撑电源，在沿海沿江建设一批骨干电厂。《广东能源发展“十二五”规划》中规划，“十二五”期间新增燃煤发



电装机容量约 2,000 万千瓦，其中热电联产机组 250 万千瓦；新增天然气发电装机容量约 710 万千瓦，其中热电联产机组和小型分布式能源站约 630 万千瓦。

从热力供应看，热电行业属于基础设施行业，热电联产项目的实施必须与各地方政府对当地制定的供热规划及热电联产规划保持一致。通常根据城市供热布局，一个供热半径区域内只规划一个主要热源。热电企业一般都有较为明确的供热范围，担负区域内的集中供热，彼此间在供热区域上的竞争度较低。综合来看，热电联产行业具有区域垄断经营特性，有利于热电联产公司维持较为稳定的收入。

总体来看，国家和地方政府大力支持发展热电联产行业，热电联产行业未来发展空间很大。热电联产行业具有区域垄断特性，有利于热电联产公司维持较为稳定的收入。

广东省经济快速增长，推动电力需求增长；广东省作为西电东送最大的受端市场，电力供需仍存在缺口，省内电力企业具有良好发展空间；省内推进电力行业污染减排，电力产业面临能源政策及环保政策压力较大

近年来，广东省国民经济保持快速增长，经济总量连续多年排在全国第一位，其中用电量较高的第二产业对经济增长的拉动作用较强，推动电力需求高速增长。珠三角作为广东省的重要区域发展迅速，2013 年珠三角地区实现地区生产总值 53,060.48 亿元，比上年增长 9.4%，占广东省 GDP 的 85.36%。广州市作为广东省的省会，经济实力很强，经济发展迅速，2013 年广州市实现地区生产总值 15,420.14 亿元，比上年增长 11.33%。

表 2 2006~2013 年广东省经济发展基本状况（单位：亿元、%）

年度	GDP	GDP 增速	工业增加值	三次产业结构
2006 年	25,968.55	14.1	12,500.22	6.05:51.72:42.23
2007 年	30,673.71	14.5	14,910.03	5.69:51.96:42.35
2008 年	35,696.46	10.1	17,254.04	5.52:51.55:42.93
2009 年	39,081.59	9.5	17,946.34	5.13:49.31:45.56
2010 年	45,472.83	12.2	21,374.81	5.03:50.40:44.57
2011 年	52,673.59	10.0	24,408.13	5.00:49.80:45.20
2012 年	57,067.92	8.2	25,937.20	5.00:48.80:46.20
2013 年	62,163.97	8.5	29,427.49	4.90:47.30:47.80

数据来源：广东省 2006~2013 年国民经济和社会发展统计公报

地区经济的快速发展带动广东省电力需求持续上升。2013 年广东省全社会用电量 4,830.13 亿千瓦时，同比增长 4.56%，占全国的比重达 9.32%；其中，工业用电量 3,206.62 亿千瓦时，同比增长 5.5%。广东省内发电能力无法满足全省电力需求，为西电东送的最大受端市场。由于西电东送电力不能与广东省用电需求完全匹配，且广东省用电高



峰时依然主要由本地电厂所发电量满足，因此面临电力供不应求状况，省内电力企业具有良好发展空间；但近年来广东省购买的“西电东送”电量保持增长，广东省内电力生产企业面临发电量和发电设备利用小时数下降的风险。

广东省内推进电力行业污染减排，电力行业面临能源、环保政策压力较大。《广东省环境保护和生态建设“十二五”规划》要求新建燃煤机组必须配套建设脱硫脱硝设施，综合脱硫率达95%以上，脱硝效率达80%以上，并制定燃煤机组降氮脱硝工程改造。

总体来看，广东省工业经济发达，经济稳定快速发展，电力消费需求旺盛，电力缺口均较大，为省内电力业务发展提供了良好的环境；同时根据污染减排要求，来自于能源政策、环保政策压力较大。

广东省煤炭资源匮乏，北煤南运导致广东地区煤炭运输成本较高；广东省上网电价高于全国平均水平，对电煤运输成本起到一定补偿作用

广东省以火力发电为主，火电占广东省电力供应的八成以上，但其能源自给率较低，能源消费90%以上靠外省调入或进口。目前，广东电煤主要来自内蒙古、山东、山西等北部地区，部分来自海外采购，这些电煤产地距离广东较远，电煤运输八成以上依赖海运。北煤南运导致广东省电煤的运输时间较长，运输成本较高。

由于广东省发电用煤基本依靠外来供给，又地处北煤南运最末端，电煤运输成本较高，国家在上网电价方面对广东省予以补偿。考虑到煤炭成本、运输费用上涨等原因，国家发改委于2011年4月10日起上调部分省市火电的上网电价，其中广东省燃煤电价上调0.18分/度。广东省上网电价处于较高水平，对发电企业的运输成本起到了一定的补偿作用。2011年以来国家发改委又陆续上调上网电价，其中6月1日和12月1日在部分省市分别上调了1.67分/千瓦时和2.60分/千瓦时，居民用电价暂不上调。此外国家发改委下发《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²（自治区、直辖市）的部分燃煤发电机组，扩大为全国所有燃煤发电机组，脱硝电价标准为每千瓦时8厘钱，有利于脱硝燃煤机组的生产经营。2013年9月30日，国家发改委下发了《国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，在保持销售电价水平不变的情况下下调有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，各地未执行标杆电价的统调燃煤发电企业上网电价同步下调，跨省跨区域送电价格标准也进行了适当下调。由此广东省物价局发布《省物价局关于调整发电企业上网电价有关问题的通知》

² 2011年11月，国家发展改革委出台燃煤发电机组试行脱硝电价政策，对北京、天津、河北、山西、山东、上海、浙江、江苏、福建、广东、海南、四川、甘肃、宁夏等14个省（区、市）符合国家政策要求的燃煤发电机组，上网电价在现行基础上每千瓦时加价8厘钱，用于补偿企业脱硝成本。



(粤价【2013】231号文),广东省物价局决定调整广东省燃煤机组上网电价:降低广东省燃煤机组的标杆上网电价1.9分/千瓦时(含税);燃煤机组脱硝电价补偿标准由每千瓦时0.8分提高至1分钱;对采用新技术进行除尘设施改造、烟尘排放浓度低于 $30\text{mg}/\text{m}^3$ (重点地区低于 $20\text{mg}/\text{m}^3$ 、并经环保部门验收合格的燃煤机组除尘成本予以适当支持,电价补偿标准为每千瓦时0.2分。该标准的出台将对火电企业盈利能力产生一定影响,同时也促进了火力发电企业向节能环保的方向发展和电源结构的优化。

综合而言,广东省煤炭资源匮乏,北煤南运使煤炭运输成本较高;广东省上网电价高于全国平均水平,对电煤运输成本起到了一定的补偿作用;2013年9月上网电价下调将对广东省火电企业盈利能力产生一定影响。

经营与竞争

公司主要从事电力、热力的生产和销售,电力销售是主要的收入和利润来源;受上网电价及煤炭等燃料成本下降影响,毛利率稳步上升

公司主要从事电力、热力的生产和销售业务。2011~2013年,随着公司电力业务的发展,以及煤炭价格的下滑,公司毛利润及毛利率均稳步上升。2013年,公司营业收入小幅增长,受煤炭价格下降影响,净利润同比上升26.51%;同期毛利率较2012年增加6.81个百分点。

发电业务是公司收入和利润主要来源,占公司业务收入的76.22%。2011~2013年,公司发电业务营业收入随着上网电量的减少而有所下降。2013年公司确认房地产业务收入,实现业务结构调整,并占到当年业务收入的12.14%。2012年,随着工业用户的开发,供热量不断上升,供热业务收入成为公司营业收入的重要补充;但2013年,受供热价格下滑的影响,热力业务毛利润和毛利率有所下降。公司其他业务主要为脱硫剂业务,为配合发电主业生产销售,用于燃煤发电厂湿法或半干法脱硫,以及垃圾焚烧、污水处理、炼钢、造纸、建筑等多个行业。

从公司总体毛利率来看,2011~2013年公司经营能力持续上升,主要是受发电业务毛利率上升影响。公司发电业务毛利率主要受煤炭价格及上网电价影响,2012年以来电煤价格大幅下降,另一方面2012年7月公司收到广东省物价局《关于核定黄埔电厂5、6号机组等发电企业脱硝电价的批复》(粤价【2012】159号文),使得公司上网电价自2011年12月起增加0.8分/千瓦时(含税)的脱硝电价,综合导致公司2012年、2013年毛利率同比大幅增加。公司热电联产机组均为燃煤机组,受益于开发区“煤热价格联动机制”,2011年以来随着供热价格的上升,保障公司供热业务盈利能力;2013年以来由于煤炭价格下降,公司供热价格下降较多,导致供热业务毛利率有所下降。

表 3 2011~2013 年公司主要业务经营状况（单位：亿元、%）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	32.80	100.00	31.44	100.00	33.35	100.00
发电业务	25.00	76.22	27.83	88.52	29.64	88.88
供热业务	2.95	8.99	3.07	9.76	3.16	9.46
房地产业务	3.98	12.14	-	-	-	-
其他业务	0.87	2.65	0.54	1.72	0.55	1.66
毛利润	9.84	100.00	7.30	100.00	5.28	100.00
发电业务	7.43	75.53	6.41	87.75	4.32	81.80
供热业务	0.43	4.42	0.64	8.79	0.59	11.24
房地产业务	1.31	13.35	-	-	-	-
其他业务	0.66	6.71	0.25	3.46	0.37	6.95
毛利率	30.03		23.22		15.84	
发电业务	29.71		23.01		14.57	
供热业务	14.74		20.90		18.82	
房地产业务	32.97		-		-	
其他业务	75.86		46.73		66.43	

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司毛利率受煤炭等燃料成本影响较大。预计未来 1~2 年，电力业务收入仍将是公司主要的收入和利润来源。

公司是广州市重点电力生产上市企业，公司可控装机容量在广州市地方燃煤机组中排名第二；受西电东送电量增加影响，公司发电机组利用小时数有所下降，但仍位居广东省发电企业前列

公司电力生产和销售主要由子公司恒运 C 厂及广州恒运热电（D）厂有限责任公司（以下简称“恒运 D 厂”）负责。公司在“上大压小”政策下，2009 年 11 月 15 日关停剩余两台 5 万千瓦机组，截至 2013 年末，公司拥有的两台 30 万千瓦机组和两台 21 万千瓦机组，均为脱硫脱硝机组，可控装机容量为 102 万千瓦，在广州市地方燃煤机组装机容量中名列第二。

公司是广州开发区区属国有控股的重点电力生产企业，位于广州开发区中的广州经济技术开发区，地处广东电网负荷中心。公司的热电联产发电项目优先上网发电，因此公司自建厂以来，发电机组利用小时数维持较高水平，在广东省发电企业中位居前列，高于全国火电机组平均利用小时数³。从发电利用小时数稳定性来看，近年来公司发电利用小时数有所波动，2012 年受电力需求增长乏力，西电东送电量增加等影响，公司机组利用小时数和发电量较上年同期下降较多。2013

³ 2011~2013 年，全国火电机组平均利用小时数为 5,294 小时、4,965 小时和 5,012 小时；同期，广东省火电机组平均利用小时数为 5,764 小时、5,017 小时和 4,577 小时。数据来源：Wind。



年以来，公司发电量同比继续下降，主要受西电东送电量增加和公司8号机组停机改造等因素影响。

表4 2011~2013年公司主要经营状况及经济技术指标

项 目	2013年	2012年	2011年
装机容量（万千瓦）	102.00	102.00	102.00
发电量（亿千瓦时）	58.62	64.62	72.63
上网电量（亿千瓦时）	54.56	60.17	67.74
上网电价（元/千千瓦时）	536.09	540.40	510.20
机组利用小时数（小时）	5,747	6,336	7,121
入炉标煤单价（元/吨）	857.25	989.07	1,061.51
入厂入炉煤热值差（千焦/千克）	76.56	108.01	50.94
综合供电煤耗（克/千瓦时）	330.26	334.39	335.23
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.3219	0.3574	0.3760

数据来源：根据公司提供资料整理

公司重视环保节能管理，率先在广东省实现全部燃煤机组的烟气脱硫，积极采用新技术、新工艺对现役机组进行湿法脱硫改造。公司上网电价受脱硫脱硝改造影响，享受电价补贴。根据广东省物价局文件《省物价局关于调整发电企业上网电价问题有关问题的通知》（粤价【2013】231号文），恒运C厂6号机组调整后上网电价为0.5120元/千瓦时（含脱硫脱硝电价），7号机组调整后上网电价为0.5661元/千瓦时（含脱硫脱硝电价）；恒运D厂机组调整后上网电价均为0.5120元/千瓦时（含脱硫脱硝电价），电价调整自2013年9月25日起执行，对公司2013年度经营业绩无重大影响。

总体来看，公司发电机组利用率和总装机容量在地方发电企业中均位居前列。预计未来1~2年，公司仍将维持在市内电力行业中的重要地位。

电煤价格波动对公司盈利水平影响较大；公司积极多方组织煤源，以保障电煤的稳定供应，增强在电煤采购方面的抗风险能力

公司煤炭采购价格主要参照环渤海动力煤价格指数，2011年以来环渤海动力煤价格处于下行状态，公司煤炭采购成本不断下降，对公司盈利水平影响较大。

公司采取根据市场价择机储备、拓展采购渠道、降低海运成本等方式降低燃煤采购成本。公司与神华集团有限责任公司（以下简称“神华”）及其下属广州分公司、中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤”）及内蒙古伊泰集团有限公司（以下简称“伊泰”）等煤炭企业建立长期合作关系，同时与海运商密切联系，高质量地兑现海运合同。2013年，在采购的煤炭中，神华占51.32%，中煤占32.61%，伊泰占13.70%。



表 5 2011~2013 年公司煤炭采购情况 (单位: 万吨、元/吨)

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
煤炭采购总量	275.81	321.76	360.01
其中: 神华	141.55	203.78	194.48
中煤	89.94	77.14	80.39
伊泰	37.79	28.95	22.68
煤炭采购平均价格 (不含运杂费)	549.28	624.09	654.63

数据来源: 根据公司提供资料整理

总体看来, 公司盈利水平受电煤价格变动影响较大。公司积极多方组织煤源, 有助于增强在电煤采购方面的抗风险能力。

公司是广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一, 也是广州开发区唯一的供热公司, 有利于公司保持供热业务的稳定经营; 公司供热业务享受煤热价格联动政策, 保障公司供热业务的盈利能力

公司拥有燃煤热电联产机组, 集中供热也是公司的重要业务之一。公司是广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一, 也是开发区唯一的供热公司, 有利于保持公司供热业务的稳定运营。其下属子公司广州恒运东区热力有限公司 (以下简称“东区热力公司”) 和广州恒运热力有限公司 (以下简称“西区热力公司”) 专门负责开展广州开发区的集中供热业务, 近年来公司供热量不断上升。公司目前正对机组进行综合改造, 改造完成后, 公司供热能力将进一步提高; 同时公司积极推动长距离供热管道改造, 改造后供热半径能达 20~30 公里, 管网改造由广州开发区管委会负责; 公司通过扩大供热范围, 将覆盖更多工业用户, 有利于集中供热业务的发展。

表 6 2011~2013 年公司热力业务情况

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
供热能力 (吨/小时)	655	655	655
其中: 东区热力公司	255	255	255
西区热力公司	400	400	400
供热量 (万吨)	167.09	152.85	157.23
其中: 东区热力公司	101.69	90.10	96.49
西区热力公司	65.4	62.75	60.74
供热单价 (元/吨, 不含税)	176.41	200.79	200.67

数据来源: 根据公司提供资料整理

东区热力公司主要负责开展广州开发区东区的集中供热业务, 截至 2013 年末公司租赁使用供热管网 27,436.5 米, 供热设备为 3 台 35 吨/小时和 2 台 75 吨/小时的循环流化床锅炉, 供热温度为 $230 \pm 5^{\circ}\text{C}$ 、压力为 $1.4 \pm 0.05\text{MPa}$ 。公司供应的蒸汽主要用于生产过程中的加热、消毒、烘干、蒸煮、制冷、恒湿、恒温等。东区热力公司拥有用户 38

家，其中包括联众（广州）不锈钢有限公司、康师傅（广州）饮品有限公司、顶益食品有限公司等重点企业，东区热力公司 2013 年实现销售收入 18,023.56 万元，净利润 475.31 万元。

西区热力公司主要负责开展广州开发区西区的集中供热业务，主要供应工业用的高温、高压蒸汽；截至 2013 年末，西区热力公司租赁使用管网 18,075 米，供热温度为 $220\pm 5^{\circ}\text{C}$ 、压力为 $1.2\pm 0.05\text{Mpa}$ 。西区热力公司拥有用户共 36 家，2013 年实现销售收入 11,452.55 万元，净利润 668.86 万元。

根据广州开发区物价局下发《关于启动煤热价格联动机制调整蒸汽价格事宜的批复》（穗开价【2008】16 号），同意公司下属两家热力公司从 2008 年 11 月起，启动执行开发区供热价格的“煤热价格联动机制”，根据核定的开发区内热力生产企业的煤炭进货均价为依据，周期性核定蒸汽销售价格，调价周期为每三个月一次。煤热价格联动保障了公司供热业务的盈利能力。

综合来看，公司作为广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一，也是开发区唯一的供热公司，供热能力较强。随着东区热力公司扩建工程改造的完成，公司供热能力将得到进一步提升。未来，公司规划建设 2 台 60 万千瓦燃煤机组；此外公司正在进行广州开发区分布式能源站建设的前期工作。公司脱硫、脱硝、节能等方面的技改获得政府专项财政补助资金。未来 1~2 年，随着机组综合改造以及长距离供热的推动，公司的集中供热业务将会有较快的发展。

房地产业务储备项目不足，且受国家政策影响，未来发展存在不确定性

公司房地产业务主要由子公司广州锦泽房地产开发有限公司（以下简称“锦泽公司”）和广州壹龙房地产开发有限公司（以下简称“壹龙公司”）负责。锦泽公司开发项目锦泽商住小区，该项目预计总投资 24.79 亿元，截至 2013 年末公司已投入 14.75 亿元，该项目于 2010 年 6 月动工，将于 2014 年基本完成项目工程建设。锦泽一期第一、二批共 10 栋已完工并交付使用，其余楼栋已基本完工，市政园林仍在施工，锦泽二期正在进行设计报建，预计 2014 年年中开始施工。截至 2013 年末已签合同 1,542 套，预售比率 97.29%，累计回款 23.16 亿元，为公司提供充裕的现金流。壹龙公司主要负责穗恒运通过招拍挂所取得的另一地块的开发，该项目正在办理前期规划报批、环评及设计招标等相关手续，预计 2014 年年中开始基坑开挖及土石方工程施工，实现了公司房地产业务的可持续发展。公司所开发地块均处于广州开发区，房地产仍面临刚性需求，受政策影响较小。但国家政策加大对房地产调控力度，且公司房地产储备项目不足，公司房地产业务未来发展存在不确定性。



表 7 截至 2013 年末公司房地产业务情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目公司	地块	地块面积	建筑面积	土地购入款	项目进程
锦泽公司	萝岗中心区北部 KXC-P-2 地块及 KXC-P6-1-1 地块	13.35	35.35	5.30	二期正在进行设计报建
壹龙公司	萝岗区 KXC-14-3-1 地块	0.81	1.87	0.70	正在进行设计报建

数据来源: 根据公司提供资料整理

除房地产业务外, 公司对广州证券有限责任公司 (以下简称“广州证券”) 和宜春农村商业银行股份有限公司 (以下简称“宜春农商银行”) 进行投资。截至 2013 年末, 公司持有广州证券比例为 24.48%; 公司持宜春农商银行比例为 10%, 公司参股广州证券的收益易受证券市场环境影响, 投资收益稳定性不强。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

公司于 1993 年 10 月向社会公开发行股票, 2011 年 3 月公司根据证监会《关于核准广州恒运企业集团股份有限公司向广州电力企业集团有限公司等发行股份购买资产的批复》(证监许可【2011】425 号文) 进行并购重组, 最终发行 76,020,150 股, 发行完成后本公司总股本增加至 342,541,410 股。截至 2013 年末, 公司注册资本为 34,254.14 万元人民币, 股本总额为 342,541,410 股, 实际控制人为广州开发区管理委员会, 广州凯得控股有限公司持股 89,457,355 股, 占公司股本总额的 26.12%, 为公司的控股股东。

公司组织结构完善、管理职责清晰。公司严格按照《公司法》、《证券法》和中国证监会等相关部门法律、法规的要求, 建立了以股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会四个专门委员会, 管理职责清晰。公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务方面做到“五分开”, 公司董事会、监事会和内部机构独立、合法运作。

战略与管理

公司实施“立足主业, 择业发展, 科学发展”战略, 以“推动转型升级、提高经济效益、提高管理水平、提高员工素质”为目标, 推动产业转型升级, 提升综合竞争力, 推动公司持续稳定健康发展。

公司风险管理和内部控制制度健全规范。公司严格按照有关法律法规和上市公司的有关规定对控股子公司进行管理, 控股子公司根据《公司法》的要求建立了董事会和监事会, 依法管理和监督经营活动。



公司制定了《关联交易制度》、《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《信息披露事务管理制度》、《外部信息报送和使用管理制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》、《重大信息内部报告制度》等制度，严格按照法律、法规和公司章程的规定，真实、准确、完整、及时地披露有关信息。公司实行精细化管理，提升管理绩效与管理水平；同时公司不断完善安全管理制度，保障稳定运营。

抗风险能力

公司作为广州开发区区属国有控股的重点电力生产的上市企业，以及广州开发区唯一的供热公司，得到政府政策支持，具有一定的区域专营优势。公司不断完善治理结构和管理体制，管理能力提高，管理制度得到完善；其作为上市公司，风险管理和内部控制制度较为健全规范，并不断实施内控规范体系建设、强化风险管理与规范经营。公司清晰的发展战略以及不断提高的管理水平为公司的稳定运营和持续发展提供了有力保障。综合分析，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2011~2013 年财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2011 年、2012 年、2013 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资产质量

公司资产规模逐年增长，非流动资产占比较大，资产结构较稳定

近年来公司资产规模不断增长，资产结构较稳定，以非流动资产为主，符合电力生产行业的特点。截至 2013 年末，公司总资产为 83.88 亿元，同比有所增加，货币资金及存货的增加导致公司流动资产占比上升。

表 8 2011~2013 年末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	83.88	100.00	78.96	100.00	64.94	100.00
流动资产	33.62	40.08	30.78	38.98	19.22	29.59
其中：货币资金	14.13	16.84	12.10	15.32	5.30	8.16
应收账款	3.04	3.63	3.20	4.05	3.34	5.14
存货	14.39	17.15	12.77	16.17	10.43	16.06
非流动资产	50.26	59.92	48.18	61.02	45.72	70.41
其中：固定资产	32.02	18.48	33.69	42.67	35.16	54.15
长期股权投资	15.50	38.18	12.32	15.60	8.39	12.92
在建工程	0.31	0.37	0.07	0.09	0.24	0.37

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2013 年



末公司流动资产较 2012 年末增加 2.84 亿元，主要为锦泽公司预收楼款增加以及公司成功发行 2013 年第一期中期票据继而货币资金有所增加所致。应收账款主要是广州供电局有限公司的未结电费，截至 2013 年末，1 年以内应收账款比例为 99.75%。公司存货主要是燃料及开发成本，2011 年以来，公司存货逐年增加，主要是房地产开发成本增加，截至 2013 年末锦泽园项目开发成本为 8.50 亿元，壹龙项目开发成本为 0.73 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产和长期股权投资构成。固定资产主要包括发电设备和房屋建筑物，公司固定资产逐年下降，主要是由计提折旧增加所致；公司长期股权投资不断增加是由于公司参与广州证券和宜春农村商业银行股份有限公司增资扩股所致。公司在建工程规模较小，截至 2013 年末，公司在建工程为 0.31 亿元。

综合看来，公司资产规模近年来呈逐年递增趋势，以非流动资产为主，资产结构较为稳定。预计未来 1~2 年，随着公司业务的发展，公司资产规模将会继续保持增长。

资本结构

公司负债总额规模较大，资产负债率有所波动，流动资产对流动负债的覆盖程度一般；2011 年以来公司有息负债规模及占比不断下降，债务期限结构较为集中

近年来公司负债总额不断增加，主要以流动负债为主。2011~2013 年末，公司资产负债率分别为 65.80%、68.75%和 67.67%，总体水平低于火电行业平均水平¹。

表 9 2011~2013 年末公司负债构成（单位：亿元、%）

项目	2013 年末		2012 年末		2011 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	38.47	67.77	45.15	83.16	28.62	66.99
非流动负债	18.30	32.23	9.14	16.84	14.10	33.01
负债总额	56.76	100.00	54.29	100.00	42.73	100.00
有息负债	30.71	54.11	34.59	63.72	37.74	88.32
其中：短期借款	12.50	22.02	15.52	28.59	12.40	29.02
应付票据	-	-	2.21	4.06	0.81	1.89
一年内到期的非流动负债	0.40	0.70	8.20	15.10	10.90	25.51
长期借款	9.04	15.92	4.68	8.61	13.63	31.90
应付债券	8.78	15.47	3.99	7.35	-	-

公司流动负债主要包括短期借款、预收账款和一年内到期的非流动负债。截至 2013 年末短期借款全部为银行信用借款；预收账款主要

¹ 2011~2013 年末，火电行业平均资产负债率分别为 73.91%、73.18%和 70.06%，数据来源于 Wind 资讯。



是锦泽园房地产项目预收款，截至 2013 年末公司预收账款金额为 19.19 亿元，其中锦泽园项目预收金额为 19.18 亿元。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券，截至 2013 年末，长期借款全部为信用借款。应付债券为公司 2012 年 3 月发行的 4 亿元 5 年期“12 恒运 MTN1”和 2013 年 8 月发行的 4.8 亿元 5 年期“13 恒运 MTN001”。

表 10 2011~2013 年末公司有息债务构成及占总负债的比重（单位：亿元、%）

项目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	12.90	25.93	24.11
长期有息负债	17.81	8.67	13.63
总有息负债	30.71	34.59	37.74
总有息债务在总负债中占比	54.11	63.72	88.32

2011 年以来公司有息负债规模及占比不断下降，以短期有息负债为主。截至 2013 年末，公司有息负债总额为 30.71 亿元，较 2012 年末有所减少，公司债务期限在 1 年以内的有息负债占总有的有息负债的比例为 42.00%，有一定的短期偿债压力，债务期限结构较为集中。

表 11 截至 2013 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	合计
金额	12.90	8.36	0.68	3.99	4.79	30.71
占比	42.00	27.20	2.21	13.00	15.58	100.00

2011~2013 年末，公司流动比率分别为 0.67 倍、0.68 倍和 0.87 倍，速动比率分别为 0.31 倍、0.40 倍和 0.50 倍，公司流动资产对流动负债覆盖程度一般，且存货规模较大导致速动比率不高；同期，公司长期资产适合率分别为 79.42%、70.19%和 90.35%。

截至 2013 年末，公司对外担保余额为 64,647.72 万元，担保比率为 23.84%。公司对外担保为控股子公司锦泽公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保期限为自银行与购房人签订借款合同之日起至购房人所购房屋办妥正式抵押登记，并将房地产权证及房地产他项权证交由银行执管之日止。截至 2013 年末，公司无未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

2011~2013 年末，公司所有者权益分别为 22.21 亿元、24.68 亿元和 27.12 亿元；资本公积分别为 12.22 亿元、12.44 亿元和 11.84 亿元，2013 年末资本公积减少主要为公司对广州证券的持股计算确认资本公积-0.59 亿元。2011~2013 年末，未分配利润分别为 2.13 亿元、4.93 亿元和 7.56 亿元，2012 年末、2013 年末公司未分配利润增加较多主要原因是实现的归属于上市公司股东的净利润增加。

综合来看，公司负债规模总体有所增加，2011 年以来公司有息负债规模及占比不断下降，公司债务期限结构较为集中。



盈利能力

公司营业收入有所波动，毛利率维持在行业较高水平，毛利率受电煤价格波动及电价调整影响较大

公司营业收入主要来自售电收入及供热业务收入，近年来有所波动。受益于公司热电联产业务优势，毛利率维持在行业较高水平⁵。2012年以来电煤价格下降同时公司上网电价上调，使得毛利率增加明显。2011~2013年，由于电煤价格普遍下跌，公司煤炭采购成本同比下降，利润总额和净利润同比有所上升。

近年来公司期间费用有所波动，主要为管理费用和财务费用；2012年销售费用较2011年增加0.19亿元，主要为锦泽公司发生的广告及销售代理促销费用。公司投资收益受广州证券经营状况影响较大，2011~2013年广州证券净利润分别为-0.67亿元、2.93亿元和1.11亿元，导致公司投资收益有所波动。

表12 2011~2013年公司收入、利润和盈利指标（单位：亿元）

项目	2013年	2012年	2011年
营业收入	32.81	31.44	33.35
营业成本	22.96	24.14	28.07
期间费用	3.59	3.81	3.18
销售费用	0.16	0.23	0.04
管理费用	1.52	1.48	1.29
财务费用	1.91	2.10	1.85
投资收益	0.33	0.75	-0.15
营业利润	5.91	3.98	1.70
利润总额	5.24	3.97	1.74
净利润	3.73	2.95	1.05
毛利率(%)	30.03	23.22	15.84
总资产报酬率(%)	8.67	7.80	5.63
净资产收益率(%)	13.75	11.94	4.75

总体来看，公司营业收入有所波动，毛利率维持在行业较高水平。预计未来1~2年，公司将维持在广州市电力行业的重要地位，随着公司长距离供热项目的推进，以及房地产业务销售收入的确认，营业收入有望增长。

现金流

2011年以来公司经营性净现金流对债务保障能力较强，受房地产开发周期影响，公司经营性净现金流未来存在一定的不确定性

2011年，受子公司锦泽公司对外预售房产暂收的契税及代收物业

⁵ 2011~2013年末，火电行业平均毛利率分别为5.55%、16.17%和20.13%，数据来源于Wind资讯。



维修资金增加影响，公司经营性净现金流增加较快；2012年公司收到房地产业务预售款，现金流继续增长。2013年，随着房地产项目的完工，公司经营性净现金流同比有所下降，且公司房地产业务项目储备不足，未来经营性净现金流有一定的不确定性。

公司逐步推进项目建设，投资规模不断增加，2011年以来投资活动现金流均呈现净流出态势，2011年公司参与宜春市袁州区农村信用合作联社增资扩股，后改制为宜春农村商业银行股份有限公司；2012、2013年主要为参与广州证券增资扩股所致。

表 13 2011~2013 年公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流	13.99	16.87	7.39
投资性净现金流	-4.64	-4.71	-1.47
筹资性净现金流	-7.10	-5.58	-4.59

2011~2013 年，公司现金回笼率分别为 122.80%、163.05%和 128.55%，现金回笼情况较好。

总体来看，2011 年以来公司经营性净现金流增加较快，经营性净现金流中房地产业务比重较高，对公司债务保障能力增强。受房地产开发周期影响，经营性净现金流未来增长存在一定的不确定性。

偿债能力

随着公司业务不断发展，公司资产及负债规模保持增长；房地产业务的增加使得公司近年来经营性净现金流增加较快，对债务的保障程度较强且不断提高，但受房地产业务开发周期性影响，长期来看公司的经营性净现金流的具有一定的不确定性。未来随着公司供热面积扩大，长距离供热的推动公司供热能力将得到提升，有利于提升公司营业收入。综合来看公司偿还债务的能力很强。

表 14 2011~2013 年公司偿债指标情况（单位：%）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	67.67	68.75	65.80
流动比率（倍）	0.87	0.68	0.67
速动比率（倍）	0.50	0.40	0.31
债务资本比率	53.11	58.37	62.95
经营性净现金流/流动负债	33.46	45.75	29.96
经营性净现金流/总负债	25.20	34.79	18.04
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	6.72	6.62	3.18
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.51	3.24	2.46

债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（银行版），截至 2014 年 4 月 16 日，



公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司 2012 年 4 亿元 5 年期中期票据“12 恒运 MTN1”利息已按期兑付；公司 2013 年 4.8 亿元 5 年期中期票据“13 恒运 MTN001”尚未到还本付息日。

结论

热电联产行业属于国家和地方政府支持发展的行业，且广东省和广州市经济发展快速，公司面临良好的外部环境。公司是广州开发区属国有控股的重点电力生产的上市企业，且公司是广州开发区唯一的供热公司，有利于公司保持供热业务的稳定经营，公司发电机组利用小时数位居广东省前列，公司的盈利能力较强。同时公司的盈利水平受电煤价格波动影响较大，公司债务期限结构较集中，短期资产对短期负债的覆盖程度一般。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，随着公司机组综合改造的完成以及长距离供热的推进，公司业务将保持稳定运营。因此，大公对穗恒运的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对广州恒运企业集团股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后2个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：不定期跟踪自本评级报告出具之日起进行。大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

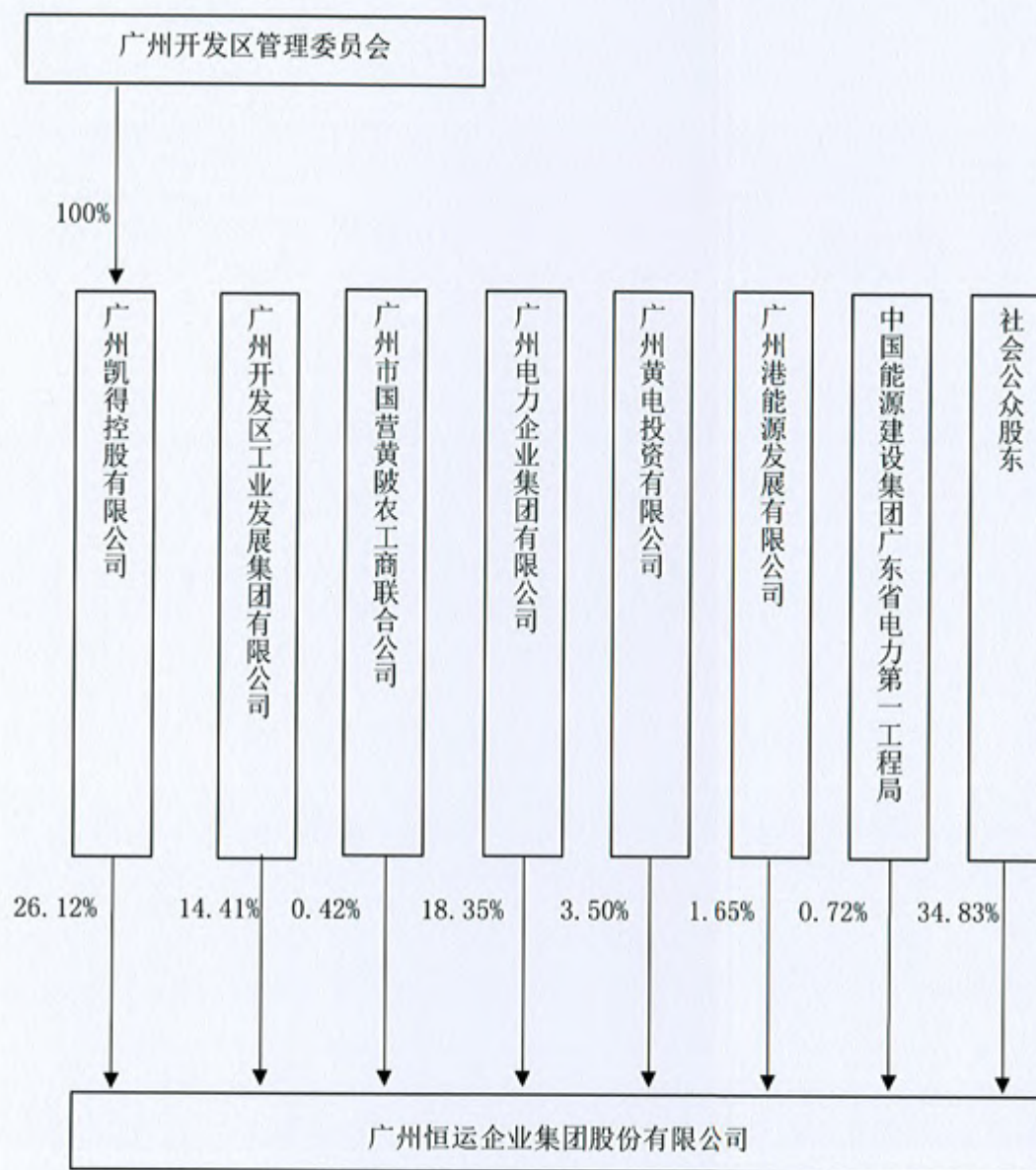
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

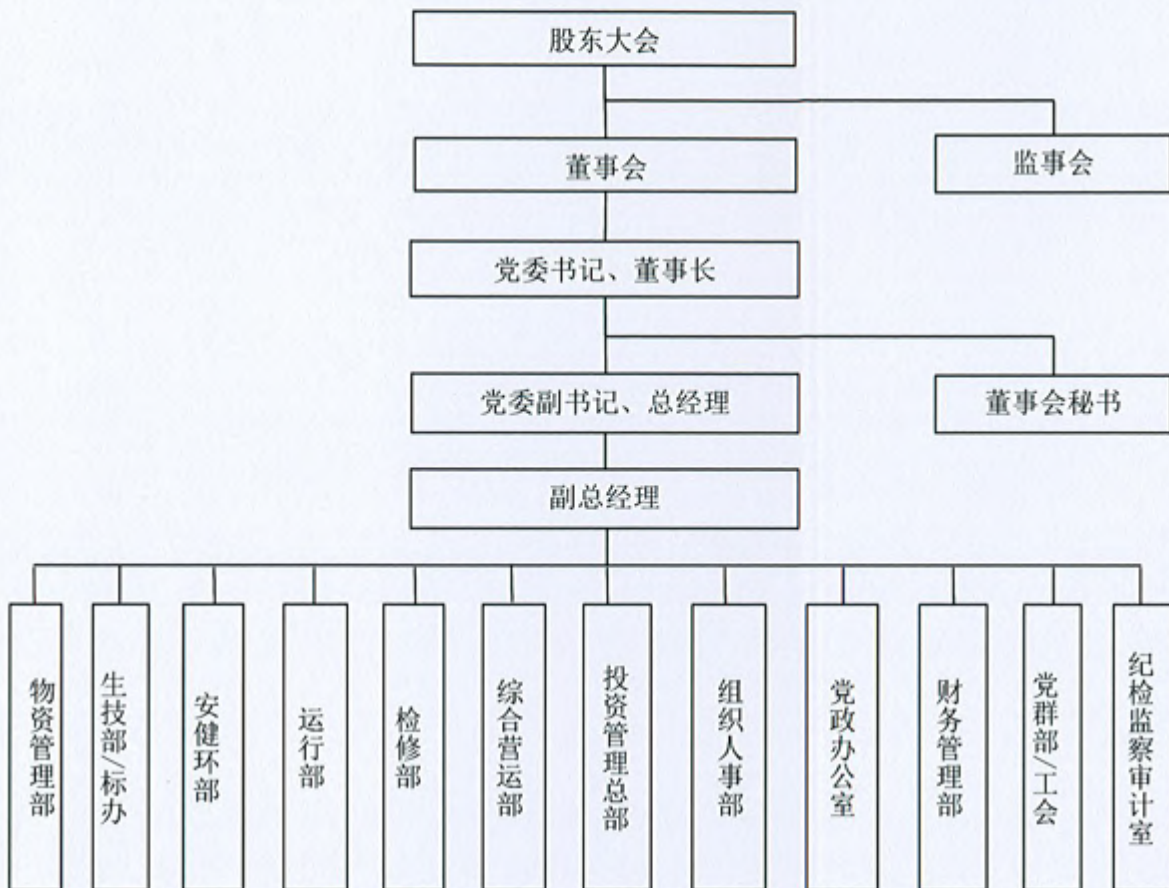
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2013 年末广州恒运企业集团股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2013 年末广州恒运企业集团股份有限公司组织结构图





附件 3 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2013年	2012年	2011年
资产类			
货币资金	141,280	120,998	52,991
应收账款	30,428	31,981	33,378
存货	143,887	127,666	104,260
流动资产合计	336,189	307,804	192,177
长期股权投资	154,967	123,211	83,890
固定资产	320,225	336,915	351,645
在建工程	3,072	710	2,404
非流动资产合计	502,602	481,821	457,204
总资产	838,792	789,625	649,381
占资产总额比 (%)			
货币资金	16.84	15.32	8.16
应收账款	3.63	4.05	5.14
预付款项	0.53	1.55	0.19
存货	17.15	16.17	16.06
流动资产合计	40.08	38.98	29.59
长期股权投资	18.48	15.60	12.92
固定资产	38.18	42.67	54.15
非流动资产合计	59.92	61.02	70.41
负债类			
短期借款	125,000	155,200	124,000
应付票据	0	22,065	8,094
应付账款	41,496	15,781	21,788
预收账款	191,863	157,710	11,033
应付职工薪酬	1,358	1,530	599
其他应付款	3,612	4,183	3,811
一年内到期的非流动负债	4,000	82,000	109,000
流动负债合计	384,681	451,458	286,247
长期借款	90,350	46,750	136,300
其他非流动负债	4,762	4,705	4,688
应付债券	87,792	39,900	-
非流动负债合计	182,955	91,409	141,042
负债合计	567,636	542,867	427,290

附件 3 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标 (续表 1)

单位: 万元

年 份	2013 年	2012 年	2011 年
占负债总额比 (%)			
短期借款	22.02	28.59	29.02
应付票据	0.00	4.06	1.89
应付账款	7.31	2.91	5.10
预收账款	33.80	29.05	2.58
一年内到期的非流动负债	0.70	15.10	25.51
流动负债	67.77	83.16	66.99
长期借款	15.92	8.61	31.90
应付债券	15.47	7.35	-
非流动负债合计	32.23	16.84	33.01
权益类			
实收资本 (股本)	34,254	34,254	34,254
资本公积	118,406	124,401	122,182
盈余公积	23,840	21,469	20,151
未分配利润	75,584	49,330	21,299
归属于母公司所有者权益	252,085	229,454	197,886
少数股东权益	19,071	17,304	24,206
股东权益合计	271,156	246,758	222,092
损益类			
营业收入	328,064	314,396	333,467
营业成本	229,562	241,406	280,660
销售费用	1,584	2,314	412
管理费用	15,242	14,818	12,876
财务费用	19,065	20,978	18,525
投资收益	3,327	7,485	-1,452
营业利润	59,078	39,776	17,006
利润总额	52,395	39,711	17,450
净利润	37,275	29,464	10,545
归属于母公司所有者的净利润	34,791	29,349	7,059



附件 3 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标 (续表 2)

单位: 万元

年 份	2013 年	2012 年	2011 年
占营业收入比 (%)			
营业成本	69.97	76.78	84.16
销售费用	0.48	0.74	0.12
管理费用	4.65	4.71	3.86
财务费用	5.81	6.67	5.56
投资收益	1.01	2.38	-0.44
营业利润	18.01	12.65	5.10
利润总额	15.97	12.63	5.23
净利润	11.36	9.37	3.16
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	139,900	168,735	73,898
投资活动产生的现金流量净额	-46,429	-47,136	-14,726
筹资活动产生的现金流量净额	-70,978	-55,801	-45,895
财务指标			
EBIT	72,763	61,575	36,555
EBITDA	93,852	82,494	57,072
总有息负债	307,142	345,915	377,394
毛利率 (%)	30.03	23.22	15.84
营业利润率 (%)	18.01	12.65	5.10
总资产报酬率 (%)	8.67	7.80	5.63
净资产收益率 (%)	13.75	11.94	4.75
资产负债率 (%)	67.67	68.75	65.80
债务资本比率 (%)	53.11	58.37	62.95
长期资产适合率 (%)	90.35	70.19	79.42
流动比率 (倍)	0.87	0.68	0.67
速动比率 (倍)	0.50	0.40	0.31
存货周转天数 (天)	212.93	172.93	119.37
应收账款周转天数 (天)	34.24	37.42	38.57
经营性净现金流/流动负债 (%)	33.46	45.75	29.96
经营性净现金流/总负债 (%)	25.20	34.79	18.04
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	6.72	6.62	3.18
EBIT 利息保障倍数 (倍)	3.50	2.42	1.58
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	4.51	3.24	2.46
现金回笼率 (%)	128.55	163.05	122.80
担保比率 (%)	23.84	13.23	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$



23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2013】1108 号

广州恒运企业集团股份有限公司：

受贵公司委托，我对贵公司拟于 2014 年发行的总额不超过 10 亿元（含 10 亿元），首期发行规模为 5 亿元人民币 5 年期公司债券的信用状况进行了评估，确定其债项信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一四年四月二十八日