



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

跟踪评级公告

大公报 SD【2015】063 号

大公国际资信评估有限公司通过对广州恒运企业集团股份有限公司及“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”的信用状况进行跟踪评级，确定广州恒运企业集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年四月二十日



广州恒运企业集团股份有限公司 主体与相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】063 号

主体信用

跟踪评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券简称	发债规模(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
12 恒运 MTN1	4	5	AA	AA
13 恒运 MTN001	4.8	5	AA	AA
14 恒运 01	5	5	AA	AA

跟踪评级观点

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 2014 年以来公司仍面临良好的外部发展环境、公司装机容量在当地较大、供热业务经营稳定，公司毛利率维持在行业较高水平等有利因素；同时也反映了公司发电业务收入继续减少，债务期限结构较为集中，经营性净现金流对债务保障能力继续下降等不利因素。

综合分析，大公对公司“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2014	2013	2012
总资产	74.93	83.88	78.96
所有者权益	34.78	27.12	24.68
营业收入	43.94	32.81	31.44
利润总额	9.01	5.24	3.97
经营性净现金流	4.95	13.99	16.87
资产负债率 (%)	53.59	67.67	68.75
债务资本比率 (%)	46.39	53.11	58.37
毛利率 (%)	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率 (%)	14.54	8.67	7.80
净资产收益率 (%)	22.80	13.75	11.94
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	2.62	6.72	6.62
经营性净现金流/总负债 (%)	10.22	25.20	34.79

有利因素

- 热电行业具有区域专营经营特性，2014 年广东省经济保持快速发展，电力需求旺盛，公司仍面临良好的发展环境；
- 公司可控装机容量在广州市地方燃煤机组中排名第二，受益于煤炭价格下降，毛利率同比有所提升；
- 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，也是广州经济技术开发区（以下简称“广州开发区”）唯一的供热公司，仍具有区域专营优势，2014 年公司保持供热业务的稳定经营。

不利因素

- 2014 年以来受上网电价下调和西电东送电量增加排挤公司发电市场份额影响，公司发电业务收入继续减少；
- 截至 2014 年末公司一年以内到期的有息负债占比较高，债务期限结构较为集中；
- 受房地产业务影响，公司经营性净现金流有所减少，经营性净现金流对债务保障能力继续下降。

评级小组负责人：张伊君

评级小组成员：王剑龙

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

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存续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。

跟踪评级说明

根据大公承做的穗恒运存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

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日经广州经济技术开发区管理委员会（以下简称“广州开发区管委会”）批准，由全民所有制与集体所有制法人联营企业改组的股份制企业。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”。1995年4月1日经开发区管委会穗开管函【1994】120号文、广州市证券委员会穗证字【1994】14号文批准，公司更名为现名。2014年，公司以资本公积转增股本，截至2014年末，公司注册资本为68,508.28万元人民币，广州凯得控股有限公司为公司的控股股东，持股26.12%，公司的实际控制人为广州开发区管委会。

公司主营业务为电力与热力的生产、销售及国家政策允许的其他投资业务，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。

2014年，公司新设立全资子公司广州恒翔环保实业有限公司和东莞恒运新能源有限公司，截至2014年末，公司拥有控股子公司8家（公司子公司情况见表1），可控装机容量为108万千瓦，分别为2台21万千瓦和2台33万千瓦脱硫脱硝燃煤机组。

表1 截至2014年末公司子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	以下简称	持股比例	注册资本	所处行业
广州恒运东区热力有限公司	东区热力公司	70.00	4,500.00	工业
广州恒运热电(D)厂有限责任公司	恒运D厂	99.00	85,000.00	工业
龙门县恒隆环保钙业有限公司	环保钙业	99.30	3,000.00	工业
广州锦泽房地产开发有限公司	锦泽公司	58.00	35,952.38	房地产
广州壹龙房地产开发有限公司	壹龙公司	57.42	8,000.00	房地产
广州恒运热力有限公司	西区热力公司	100.00	546.00	工业
广州恒翔环保实业有限公司	恒翔环保	100.00	1,000.00	工业
东莞恒运新能源有限公司	新能源公司	100.00 ---	15,000.00	工业

数据来源：根据公司提供资料整理



宏观经济和政策环境

2014年四季度我国经济继续保持平稳发展，经济增长进入“新常态”；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

2014年四季度，我国经济继续保持平稳发展，GDP同比增速为7.3%。初步核算，2014年，我国实现GDP63.65万亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%，同期，规模以上工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额等经济指标增速均有不同程度的下降但仍处于合理区间，经济增长进入“新常态”。同期，我国公共财政收入为14.04万亿元，同比增长8.6%；政府性基金收入同比增长3.5%。2014年，我国实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并针对国内经济下行、财政增收困难、产业结构性矛盾突出等现象多次进行定向调整。同时，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，提升区域经济发展质量及城镇化水平。预计未来短期内我国经济将继续保持平稳运行，长期来看，产业结构调整、转型提质将继续开展，新常态下我国经济仍面临部分重点产业产能过剩、房地产持续调整及外部环境变化等不确定因素。

行业及区域经济环境

受电力总需求增长放缓等不利因素影响，全社会用电量增速回落，2014年达到历史最低水平；在清洁能源装机增长等因素影响下，火电机组利用小时数大幅下降，水电机组利用小时数大幅提升；2014年上网电价下调将对火电企业盈利能力产生一定影响

2014年，我国全社会用电量为55,233亿千瓦时，同比增长3.8%，增速同比回落3.8个百分点，达到1978年以来历史最低水平。同期，我国电源基本建设完成投资额3,646亿元，火电完成投资额同比小幅增长，水电投资额同比下降22.95%，风电完成投资额同比增幅达到57.37%。总体来看，我国对清洁能源类电源投资建设力度有所增强。截至2014年末，我国发电总装机容量为136,091万千瓦，火电装机在发电总装机所占比重由2012年末的71.5%进一步下降至67.4%。从机组利用小时数来看，2014年，全国发电设备累计平均利用小时数为4,286小时，同比下降235小时，为35年以来的最低水平。受到电力需求增速放缓、新能源装机比重不断提高等因素影响，火电利用小时同比大幅减少，仅为4,706小时；同期，由于水电装机大规模集中投产以及来水偏丰，水电利用小时同比增加293小时，为2006年以来的最高水平。

2014年末，秦皇岛港山西优混平仓价下滑至520元/吨，较2013年下降11.71%。煤炭供应相对宽松局面没有改变，煤价仍将维持低位。煤炭价格的下跌显著的降低了发电成本，火电企业盈利能力情况良好。



2014年以来，上游煤炭市场持续不景气，触发煤电联动机制，国家发改委进一步对电价进行调整，根据发改价格【2014】1908号，自2014年9月1日起，在保持销售电价总水平不变的情况下，适当降低燃煤发电企业上网电价。全国燃煤发电企业标杆上网电价平均下降0.93分/千瓦时，电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导。连续的电价下调预计将对火电企业盈利能力产生一定影响。预计未来，火电企业面临较大的上网电价下调风险，盈利水平进一步提升的空间有限。2015年4月8日召开的国务院常务会议决定，为降低企业成本、稳定市场预期、促进经济增长、调整产业结构，适当下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格。一是按照煤电价格联动机制，下调全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时约2分钱。二是实行商业用电与工业用电同价，将全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱，以减轻企业电费负担。预计未来，火电企业面临较大的上网电价下调风险，盈利水平进一步提升的空间有限。

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；2014年以来广东省经济保持快速增长，推动电力需求增长，公司仍面临良好的行业环境

热电联产是高效能源生产方式，国家和地方政府大力支持发展热电联产行业。热电行业属于基础设施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。

2014年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、三产业对经济增长的拉动作用较强，推动电力需求高速增长。广州市作为广东省的省会，经济实力很强，经济发展迅速，2014年广州市实现地区生产总值16,706.87亿元，同比增长8.6%；三次产业结构为1.42:33.56:65.02，第三产业占据主导地位。2014年，广州市公共预算收入1,241.53亿元，同比增长8.7%；工业增加值5,075.41亿元，同比增长7.8%；固定资产投资4,889.50亿元，同比增长14.5%；全年社会消费品零售总额7,697.85亿元，同比增长12.5%。广东省内发电能力仍无法满足全省电力需求，为西电东送的最大受端市场。

总体来看，热电联产行业未来发展空间很大，广东省电力消费需求旺盛，电力缺口均较大，公司仍面临良好的发展环境。

经营与竞争

公司仍主要从事电力、热力的生产和销售，2014年以来房地产业务大量完工结转收入，导致营业收入有所增加；受上网电价下调和西电东送电量增加排挤公司电量影响，公司发电业务收入继续减少；受益于机组改造升级、煤炭价格下降和房地产项目完工结转收入，毛利率同比上升

公司主要从事电力、热力的生产和销售业务。2014年，主要受益于房地产项目完工结转收入，公司营业收入同比增加33.95%，公司毛利润同比增加45.63%。发电业务仍是公司收入和利润的主要来源；受上网电价下调和西电东送电量增加影响，2014年公司发电业务收入继续减少。2014年子公司广州锦泽房地产开发有限公司（以下简称“锦泽公司”）根据房屋交付情况及公司会计政策规定结转房地产销售收入，在营业收入中占比上升为43.45%。同期，受供热价格下滑的影响，供热业务收入同比有所下降，毛利润保持相对稳定。

表2 2012~2014年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	43.94	100.00	32.81	100.00	31.44	100.00
发电业务	21.15	48.14	25.00	76.22	27.83	88.52
供热业务	2.79	6.35	2.95	8.99	3.07	9.76
房地产业务	19.09	43.45	3.98	12.14	-	-
其他业务	0.91	2.07	0.87	2.65	0.54	1.72
毛利润	14.33	100.00	9.84	100.00	7.30	100.00
发电业务	6.40	44.68	7.43	75.53	6.41	87.75
供热业务	0.44	3.09	0.43	4.42	0.64	8.79
房地产业务	6.91	48.25	1.31	13.35	-	-
其他业务	0.57	3.98	0.66	6.71	0.25	3.46
毛利率		32.61		30.03		23.22
发电业务		30.27		29.71		23.01
供热业务		15.86		14.74		20.90
房地产业务		36.21		32.97		-
其他业务		62.86		75.86		46.73

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，2014年公司毛利率同比上升2.58个百分点，一方面受益于机组改造升级和煤炭价格的不断下滑，公司电力板块毛利率不断提升，经营情况良好；另一方面，2014年以来毛利率较高的房地产业务收入结转规模较大，在营业收入中的占比提高。同期，其他业务中房租毛利率均为100%，导致其他业务整体毛利率较高。

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。

公司仍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；2014 年以来公司发电量和发电机组利用小时数有所下降，上网电价的下调将影响公司盈利能力

2014 年末，公司仍是广州开发区国有控股的重点电力生产企业，广州开发区地处广东电网负荷中心。截至 2014 年末，公司拥有的两台 33 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 108 万千瓦，在广州市地方燃煤机组装机容量中名列第二¹。2014 年恒运 D 厂#9 机组实施“超洁净排放”²改造导致部分时段停机，但该改造于 7 月完成，#9 机组成为全国首台在役成功改造的燃煤机组。截至 2015 年 3 月末，公司 4 台机组均完成改造。

公司重视环保节能管理，率先在广州市实现全部燃煤机组的超洁净排放，积极采用新技术、新工艺对现役机组进行湿法脱硫改造。截至 2014 年末，公司本部和恒运 D 厂连续安全生产天数分别达到 3,251 天和 2,771 天，并连续 6 年被广东省环保厅评为环保诚信企业（绿牌）。根据广东省发改委《关于降低有关发电企业上网电价的通知》（粤发改价格【2014】587 号），原恒运 C 厂 6 号机组和恒运 D 厂 2 台 33 万千瓦机组上网电价由 0.4870 元/千瓦时调整为 0.4750 元/千瓦时（不含脱硫脱硝和除尘电价），原恒运 C 厂 7 号机组上网电价由 0.5411 元/千瓦时调整为 0.5291 元/千瓦时；恒运 D 厂机组调整后上网电价均为 0.5120 元/千瓦时（不含脱硫脱硝和除尘电价），电价调整自 2014 年 9 月 1 日起执行。

表 3 2011~2014 年公司主要经营状况及经济技术指标

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
发电量（亿千瓦时）	51.16	58.62	64.62	72.63
上网电量（亿千瓦时）	47.56	54.56	60.17	67.74
上网电价（元/千千瓦时）	520.42	536.09	540.40	510.20
机组利用小时数（小时）	5,015	5,747	6,336	7,121
入炉标煤单价（元/吨）	741.51	857.25	989.07	1,061.51
综合供电煤耗（克/千瓦时）	334.29	330.26	334.39	335.23
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.3762	0.3219	0.3574	0.3760

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 3 月末，公司在建项目为东莞新能源公司长距离供热项目，总投资规模 4.60 亿元，其中公司承担 1.50 亿元资本金投入，已完成投资 1 亿元，预计 2015 年末完工。正在推进 2 台 60 万千瓦级

¹ 广州市燃煤机组装机容量排名第一的为广州珠江电力有限公司，总装机容量为 122 万千瓦。

² 国家严控区域排放标准：氮氧化物<100mg/m³，二氧化硫<50mg/m³，烟尘<20mg/m³；超洁净排放标准：氮氧化物<50mg/m³，二氧化硫<35mg/m³，烟尘<5mg/m³。



燃煤机组申报工作，尚处于申报阶段。

公司煤炭采购价格主要参照环渤海动力煤价格指数，2014年以来煤炭价格的下降使得公司煤炭采购成本不断下降，电煤价格的变动对公司盈利水平影响仍较大。

总体来看，公司可控装机容量在广州市地方燃煤机组中位居前列，公司盈利水平仍受电煤价格变动影响。预计未来1~2年，公司仍将维持在内市电力行业中的重要地位。

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，仍是广州开发区唯一的供热公司，具有区域专营优势，2014年供热业务稳定经营，供热量有所上升；公司房地产项目储备较少，受国家政策影响未来发展存在不确定性

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，仍是开发区唯一的供热公司，具有区域专营优势，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，2014年公司供热量同比有所上升，主要是机组综合改造及供热需求增加的推动。根据广州开发区物价局下发的《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。煤热价格联动机制使公司供热业务的盈利能力较为稳定。

表4 2011~2014年公司热力业务情况

项 目	2014年	2013年	2012年	2011年
供热能力（吨/小时）	655	655	655	655
其中：东区热力公司	255	255	255	255
西区热力公司	400	400	400	400
供热量（万吨）	169.33	167.09	152.85	157.23
其中：东区热力公司	100.28	101.69	90.10	96.49
西区热力公司	69.05	65.40	62.75	60.74
供热单价（元/吨，不含税）	164.76	176.41	200.79	200.67

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产业务主要由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。截至2014年末，锦泽公司开发项目锦泽商住小区，该项目预计总投资24.80亿元，已投入15.90亿元。锦泽一期共建设25栋商品住宅楼，已完工并交付使用，正在办理确权手续；锦泽二期正在进行设计报建，尚未开工，拟建设2栋商品住宅楼，预计2016年1月开始施工。截至2014年末已签合同1,581套，



签约率 97%，累计回款 24.38 亿元，为公司提供充裕的现金流，并丰富了收入来源。壹龙公司主要负责穗恒运通过招拍挂所取得一宗商务金融用地土地使用权的开发，截至 2014 年末，该项目处于施工图设计阶段。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，但房地产易受国家调控政策影响，且公司房地产储备项目不足，房地产业务未来发展存在不确定性。

除房地产业务外，公司对广州证券股份有限公司（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 2014 年末，公司持有广州证券股权为 24.48%；持有宜春农商银行股权为 7.5%，公司参股广州证券的收益易受证券市场环境影响，具有不稳定性。

未来 1~2 年，随着长距离供热项目的推动，公司的集中供热业务将会有较快的发展。但受国家房地产调控政策加及公司房地产储备项目较少影响，公司房地产业务未来发展存在不确定性。

公司治理与管理

截至 2014 年末，公司注册资本为 68,508.28 万元人民币，股本总额为 685,082,820 股，广州凯得控股有限公司是公司的控股股东，持股 26.12%，公司实际控制人为广州开发区管委会。

公司作为广州国有控股的重点电力生产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。公司作为上市公司，治理结构和管理体制不断完善，风险管理和内部控制制度健全规范。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 2014 年财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 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。广州恒翔环保实业有限公司和东莞恒运新能源有限公司是公司于 2014 年度新设立的全资子公司，纳入合并范围。

资产质量

2014 年以来，受公司房地产完工结转影响，资产规模出现下滑，非流动资产占比仍较大

截至 2014 年末，公司总资产同比减少 10.67%，占比较高的非流动资产继续逐年增长，同时流动资产由于存货项下的锦泽园房地产项目完工结转，导致其规模下降。公司资产结构较稳定，以非流动资产为主，符合电力生产行业的特点。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2014 年末，货币资金仍保持较高水平，主要是由于锦泽公司预售楼款和 2014 年度第一期公司债券发行成功导致的。应收账款主要是广州供电局有限公司的未结电费，截至 2014 年末，1 年以内应收账款比例为 88.79%。存货主要是燃料及房地产项目开发成本，2014 年末锦泽园房地产项目完工结转导致存货大幅减少。

表 5 2012~2014 年末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	74.93	100.00	83.88	100.00	78.96	100.00
流动资产	22.82	30.46	33.62	40.08	30.78	38.98
其中：货币资金	14.13	18.85	14.13	16.84	12.10	15.32
应收账款	1.92	2.56	3.04	3.63	3.20	4.05
存货	6.14	8.19	14.39	17.15	12.77	16.17
非流动资产	52.11	69.54	50.26	59.92	48.18	61.02
其中：固定资产	30.90	41.23	32.02	38.18	33.69	42.67
长期股权投资	16.42	21.92	15.50	18.48	12.32	15.60

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，2014 年末同比下降主要是由计提折旧所致。公司长期股权投资不断增加是由于公司对广州证券按权益法确认投资收益所致。公司在建工程规模较小，截至 2014 年末公司，公司在建工程为 0.69 亿元。

截至 2014 年末，公司无资产受限情况。

综合看来，2014 年末公司资产规模受房地产项目影响有所下降，资产结构以非流动资产为主较为稳定。预计未来 1~2 年，随着公司业务的发展，公司资产结构仍将以非流动资产为主。

资本结构

2014 年以来公司有息负债规模继续下降；一年以内到期的有息负债占比较高，公司债务期限结构较为集中

2014 年末公司负债总额同比有所减少，资产负债率继续降低，低于火电行业平均资产负债率³。

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。截至 2014 年末短期借款全部为银行信用借款；应付账款主要是未到期结算的工程款；预收款项主要是锦泽园房地产项目预收款，截至 2014 年末预收账款金额为 12.78 亿元，

³ 2014 年末，火电行业平均资产负债率为 67.76%，数据来源于 Wind 资讯。

1 年以内到期的占比 95.58%；公司一年内到期的非流动负债均为信用借款；其他流动负债主要为公司于 2014 年 6 月发行的 4.5 亿元短期融资券“14 恒运 CP001”。

公司非流动负债仍主要是长期借款和应付债券，截至 2014 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 亿元中期票据“12 恒运 MTN1”、2013 年 8 月发行的 4.8 亿元中期票据“13 恒运 MTN001”和 2014 年 9 月发行的 5 亿元公司债券“14 恒运 01”，期限均为 5 年期。

表 6 2012~2014 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	23.81	59.30	38.47	67.77	45.15	83.16
非流动负债	16.34	40.70	18.30	32.23	9.14	16.84
负债总额	40.15	100.00	56.76	100.00	54.29	100.00
有息负债	30.10	74.96	30.71	54.11	34.59	63.72
其中：短期借款	4.15	10.34	12.50	22.02	15.52	28.59
应付票据	-	-	-	-	2.21	4.06
一年内到期的非流动负债	5.68	14.15	0.40	0.70	8.20	15.10
其他流动负债（短期融资券）	4.50	11.20	-	-	-	-
长期借款	2.02	5.04	9.04	15.92	4.68	8.61
应付债券	13.75	34.24	8.78	15.47	3.99	7.35
资产负债率	53.59		67.67		68.75	

2014 年末，公司有息负债规模及占比同比继续下降，以长期有息负债为主。截至 2014 年末，公司有息负债总额为 30.10 亿元，有息债务期限在 1 年以内的有息负债占总息有息负债的比例为 47.60%，一年以内到期的有息负债占比较高，公司债务期限结构较为集中，面临一定短期资金压力。

表 7 截至 2014 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	14.33	1.41	4.61	4.80	5.00	30.15
占比	47.53	4.68	15.30	15.92	16.58	100.00

2014 年末，公司流动比率为 0.96 倍，速动比率为 0.70 倍，公司短期偿债能力同比有所提升，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为 98.10%，长期资产对长期负债的覆盖程度同比有所改善。

2014 年末，公司所有者权益继续增加，为 34.78 亿元；资本公积为 9.15 亿元，资本公积同比有所减少主要是由于公司以资本公积金向



全体股东每 10 股转增 10 股,导致实收资本(股本)由 2013 年末的 3.43 亿元增加至 2014 年的 6.85 亿元。同期,未分配利润为 12.74 亿元,同比增加较多的主要是由于本期公司净利润增加所致。

截至 2014 年末,公司无对外担保。

综合来看,公司负债规模有所减少,有息负债规模继续下降;一年以内到期有息负债占比较高,公司有一定短期偿付压力。

盈利能力

2014 年受益于电煤价格下降和房地产项目完工结转收入,公司营业收入继续增加,盈利能力仍较强,毛利率维持在行业较高水平;公司投资收益受广州证券经营状况影响较大,仍存在一定不稳定性

2014 年公司营业收入受益于电煤价格下降和房地产项目的出售回款同比增长 33.94%,同期毛利率同比增加 2.58 个百分点,盈利能力仍较强,毛利率维持在行业较高水平⁴。

表8 2012~2014年公司收入及盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入	43.94	32.81	31.44
营业成本	29.61	22.96	24.14
期间费用	3.44	3.59	3.81
销售费用	0.06	0.16	0.23
管理费用	1.65	1.52	1.48
财务费用	1.74	1.91	2.10
投资收益	1.15	0.33	0.75
营业利润	9.58	5.91	3.98
利润总额	9.01	5.24	3.97
净利润	7.93	3.73	2.95
毛利率	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率	14.54	8.67	7.80
净资产收益率	22.80	13.75	11.94

2014 年,公司期间费用继续降低,管理费用和财务费用在期间费用中的占比仍较高,其中管理费用主要受人工成本升高影响持续增加,财务费用降低主要受益于公司有息债务规模下降及融资成本降低;房地产项目预售进度的推进使公司销售费用有所减少。公司投资收益受广州证券经营状况影响较大,同期广州证券净利润为 5.36 亿元,仍存在一定不稳定性。

⁴ 2014 年,火电行业平均毛利率 21.71%,数据来源于 Wind 资讯。



公司盈利水平继续不断提升，主要受益于电煤价格下降和房地产项目确认收入。2014年，由于电煤价格普遍下降，公司煤炭采购成本同比降低；房地产项目竣工结算确认收入，营业利润、利润总额和净利润均继续增加。

综合而言，公司营业收入继续增加，盈利能力仍较强，毛利率维持在行业较高水平，主要受益于电煤价格下降和房地产项目的出售回款；公司投资收益受广州证券经营状况影响较大，仍存在一定不稳定性。

现金流

2014年，公司经营性净现金流有所减少，经营性净现金流对债务保障能力继续下降；受房地产开发周期影响，经营性净现金流未来存在一定的不确定性

2014年，一方面，受子公司锦泽公司对外预售房产暂收的契税及代收物业维修资金减少影响，公司经营性净现金流减少较多；另一方面，2014年上网电价下调对公司电费收入的不利影响也使经营性净现金流入有所减少，其对债务的保障能力继续下降，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。截至2014年末，公司拟建项目尚处于申报审批阶段，投资规模有所下降，投资性净现金流同比有所下降；筹资性净现金流流出有所减少。2014年，公司现金回笼率为69.42%，现金回笼受前期房地产预售影响有所降低。

表9 2012~2014年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）

指标	2014年	2013年	2012年
经营性净现金流	4.95	13.99	16.87
投资性净现金流	-1.58	-4.64	-4.71
筹资性净现金流	-3.34	-7.10	-5.58
经营性净现金流/流动负债	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数	2.62	6.72	6.62

总体来看，受房地产开发周期影响，经营性净现金流未来存在一定的不确定性。

偿债能力

2014年末，由于公司大部分房地产项目竣工结算，导致公司资产规模有所减少；同时投资需求减弱导致公司负债规模和资产负债率均有所减少。房地产业务由于前期预售比例较大，2014年经营性净现金流有所减少，对债务的保障程度有所下降。由于房地产业务进入尾声，以及2014年上网电价下调且未来仍有继续下调风险，长期来看公司的经营性净现金流的具有一定的不确定性。预计未来随着公司长距离供



热项目的推动下供热面积扩大，以及机组综合改造的完成，公司供热能力和机组利用小时数将得到提升，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。

债务履约情况

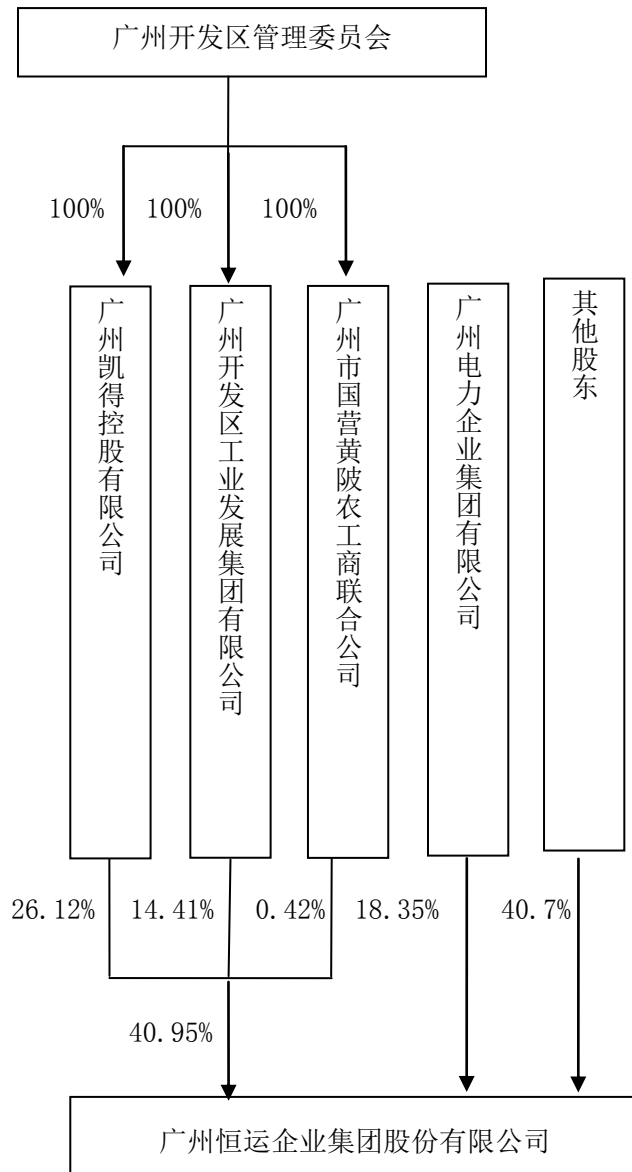
根据公司提供的企业信用报告（银行版），截至 2014 年 7 月 22 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2012 年 3 月发行的 5 年期 4 亿元“12 恒运 MTN1”和于 2013 年 8 月发行的 5 年期 4.8 亿元“13 恒运 MTN001”利息均已按期兑付，于 2014 年 6 月发行的 365 日 4.5 亿元短期融资券“14 恒运 CP001”和 2014 年 9 月发行的 5 年期 5 亿元“14 恒运 01”尚未到还本付息日。

结论

2014 年以来，热电联产行业仍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保持快速发展，公司仍面临良好的外部环境。公司仍是广州市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。同时公司的盈利水平不稳定，经营性净现金流的快速增长未来具有一定的不确定性。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。

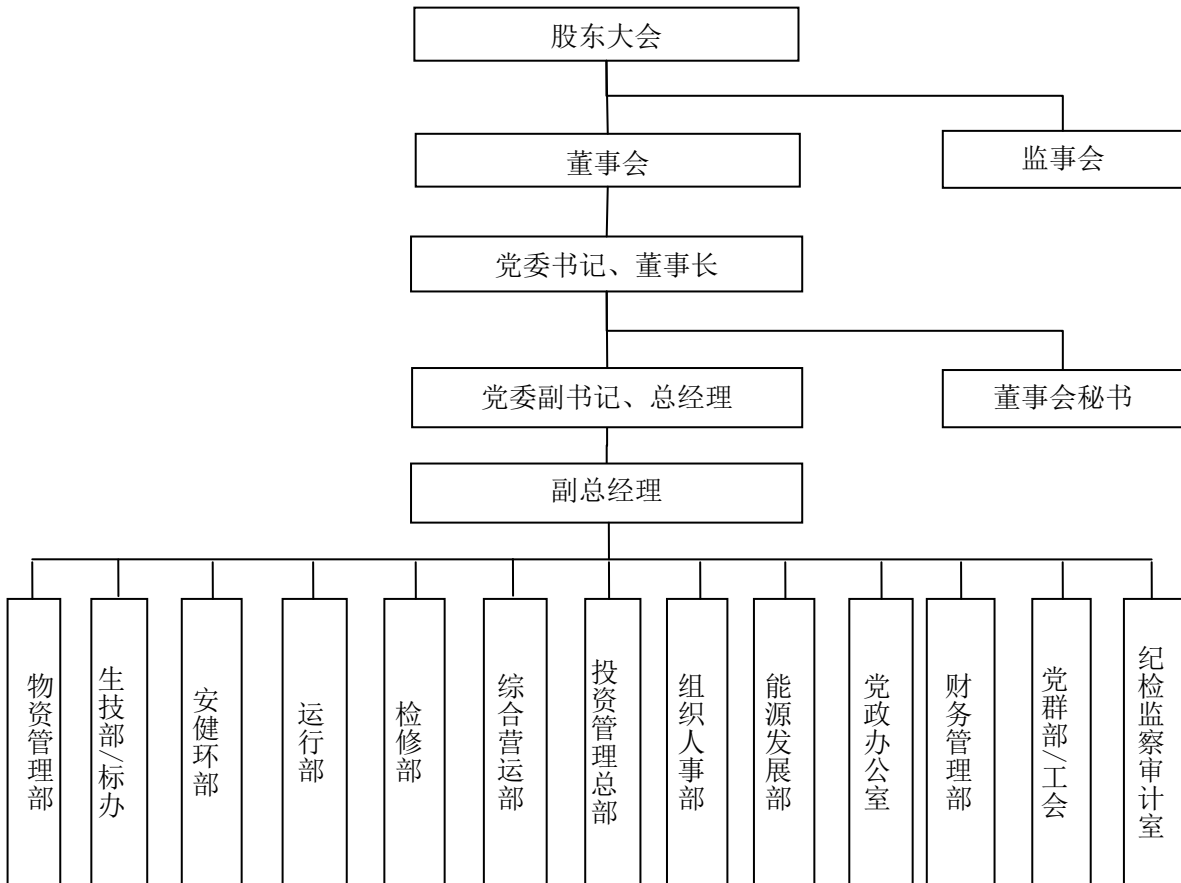
综合分析，大公对公司“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2014 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 2014 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	2014 年	2013 年	2012 年
资产类			
货币资金	141,273	141,280	120,998
应收账款	19,158	30,428	31,981
存货	61,388	143,887	127,666
流动资产合计	228,208	336,189	307,804
长期股权投资	164,220	154,967	123,211
固定资产	308,971	320,225	336,915
长期待摊费用	8,541	9,151	9,744
递延所得税资产	14,858	7,759	3,428
非流动资产合计	521,109	502,602	481,821
总资产	749,317	838,792	789,625
占资产总额比 (%)			
货币资金	18.85	16.84	15.32
应收账款	2.56	3.63	4.05
存货	8.19	17.15	16.17
流动资产合计	30.46	40.08	38.98
长期股权投资	21.92	18.48	15.60
固定资产	41.23	38.18	42.67
非流动资产合计	69.54	59.92	61.02
负债类			
短期借款	41,500	125,000	155,200
应付票据	0	0	22,065
应付账款	54,270	41,496	15,781
预收款项	12,781	191,863	157,710
其他应付款	4,159	3,612	4,183
一年内到期的非流动负债	56,800	4,000	82,000
流动负债合计	238,119	384,681	451,458
长期借款	20,225	90,350	46,750
应付债券	137,487	87,792	39,900
非流动负债合计	163,421	182,955	91,409
负债合计	401,540	567,636	542,867

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	2014 年	2013 年	2012 年
占负债总额比 (%)			
短期借款	10.34	22.02	28.59
预收款项	3.18	33.80	29.05
一年内到期的非流动负债	14.15	0.70	15.10
流动负债合计	59.30	67.77	83.16
长期借款	5.04	15.92	8.61
应付债券	34.24	15.47	7.35
非流动负债合计	40.70	32.23	16.84
权益类			
实收资本（股本）	68,508	34,254	34,254
资本公积	91,528	118,406	124,401
盈余公积	26,303	23,840	21,469
未分配利润	127,390	75,584	49,330
归属于母公司所有者权益	313,729	252,085	229,454
少数股东权益	34,047	19,071	17,304
股东权益合计	347,777	271,156	246,758
损益类			
营业收入	439,447	328,064	314,396
营业成本	296,140	229,562	241,406
销售费用	560	1,584	2,314
管理费用	16,493	15,242	14,818
财务费用	17,395	19,065	20,978
投资收益	11,466	3,327	7,485
营业利润	95,758	59,078	39,776
利润总额	90,077	52,395	39,711
净利润	79,306	37,275	29,464
占营业收入比 (%)			
营业成本	67.39	69.97	76.78
销售费用	0.13	0.48	0.74
管理费用	3.75	4.65	4.71
财务费用	3.96	5.81	6.67
投资收益	2.61	1.01	2.38
营业利润	21.79	18.01	12.65
利润总额	20.50	15.97	12.63
净利润	18.05	11.36	9.37

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	2014 年	2013 年	2012 年
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	49,529	139,900	168,735
投资活动产生的现金流量净额	-15,788	-46,429	-47,136
筹资活动产生的现金流量净额	-33,430	-70,978	-55,801
财务指标			
EBIT	108,981	72,763	61,575
EBITDA	129,793	93,852	82,494
总有息负债	300,991	307,142	345,915
毛利率（%）	32.61	30.03	23.22
营业利润率（%）	21.79	18.01	12.65
总资产报酬率（%）	14.54	8.67	7.80
净资产收益率（%）	22.80	13.75	11.94
资产负债率（%）	53.59	67.67	68.75
债务资本比率（%）	46.39	53.11	58.37
长期资产适合率（%）	98.10	90.35	70.19
流动比率（倍）	0.96	0.87	0.68
速动比率（倍）	0.70	0.50	0.40
保守速动比率（倍）	0.59	0.37	0.27
存货周转天数（天）	124.77	212.93	172.93
应收账款周转天数（天）	20.31	34.24	37.42
经营性净现金流/流动负债（%）	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债（%）	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.62	6.72	6.62
EBIT 利息保障倍数（倍）	5.77	3.50	2.42
EBITDA 利息保障倍数（倍）	6.87	4.51	3.24
现金比率（%）	59.33	36.73	26.80
现金回笼率（%）	69.42	128.55	163.05
担保比率（%）	0.00	23.84	13.23

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 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期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。