



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【2015】207 号

广州恒运企业集团股份有限公司:

受贵公司委托, 我对贵公司拟发行的“广州恒运企业集团股份有限公司 2015 年公司债券”的信用状况进行了评估, 评定本次债券信用等级为 AA, 贵公司主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定。在该债券存续期内, 我公司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

二〇一五年五月二十五日



广州恒运企业集团股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】207 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 10 亿元, 本期发行金额 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

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	77.36	74.93	83.88	78.96
所有者权益	36.26	34.78	27.12	24.68
营业收入	5.55	43.94	32.81	31.44
利润总额	1.43	9.01	5.24	3.97
经营性净现金流	2.38	4.95	13.99	16.87
资产负债率 (%)	53.13	53.59	67.67	68.75
债务资本比率 (%)	45.49	46.40	53.11	58.37
毛利率 (%)	31.00	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率 (%)	2.42	14.54	8.67	7.80
净资产收益率 (%)	3.32	22.80	13.75	11.94
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	5.43	2.62	6.72	6.62
经营性净现金流/总负债 (%)	5.85	10.22	25.20	34.79

注: 2015 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人: 张伊君
评级小组成员: 王剑龙 李晓然
联系电话: 010-51087768
客服电话: 4008-84-4008
传真: 010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com

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, 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, 电力业务毛利率逐年上升等优势; 同时也反映了发电业务收入持续减少, 房地产业务具有不确定性, 经营性净现金流受房地产业务影响不断减少等不利因素。综合分析, 公司偿还债务的能力很强, 本期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项目的推进, 公司电力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, 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, 机组发电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;
- 受益于电煤价格不断下跌, 公司电力业务毛利率逐年上升。

主要风险/挑战

- 2013 年以来, 受上网电价下调和西电东送电量增加挤压公司发电市场份额影响, 公司发电业务收入持续减少;
- 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;
- 2012 年以来, 受房地产业务影响, 公司经营性净现金流不断减少。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年五月二十五日



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。2014 年，公司以资本公积转增股本，截至 2015 年 3 月末，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。

公司主营业务为火力发电和热力的生产与供应、企业自有资金投资、仪器仪表修理和电力电子技术服务等业务。

表 1 截至 2015 年 3 月末公司子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	以下简称	持股比例	注册资本
广州恒运东区热力有限公司	东区热力公司	70.00	5,500.00
广州恒运热电(D)厂有限责任公司	恒运 D 厂	99.00	85,000.00
龙门县恒隆环保钙业有限公司	环保钙业	99.30	3,000.00
广州锦泽房地产开发有限公司	锦泽公司	58.00	35,952.38
广州壹龙房地产开发有限公司	壹龙公司	57.42	10,000.00
广州恒运热力有限公司	西区热力公司	100.00	2,046.00
广州恒翔环保实业有限公司	恒翔环保	100.00	1,000.00
东莞恒运新能源有限公司	新能源公司	100.00	15,000.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年末，公司为整合资源、优化治理结构、明确电力主业定位，本部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。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 2015 年 3 月末，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。



发债情况

债券概况

本次债券是 2014 年 4 月 8 日经中国证监会“证监许可【2014】384 号”文核准，公司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，核准规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。本次债券采取分期发行的方式，首期发行规模为 5 亿元，已于 2014 年 9 月 18 日成功发行。本期债券指本次债券的第二期发行，发行金额为 5 亿元人民币，发行期限为 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。本期债券采取网上面向社会公众投资者公开发行为和网下面向机构投资者询价发行相结合的发行方式，债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期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

本期公司债券拟用 2.00 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

近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，经济发展进入“新常态”；未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济增速将在中高速区间内持续放缓，经济运行面临较多的风险因素

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓；同期，规模以上工业增加值同比增速由 10.0%降至 8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由 20.6%降至 15.7%，降幅明显。此外，近年来国际国内需求增长减慢，社会消费品零售总额同比增速由 2012 年的 14.3%降至 2014 年的 12.0%，进出口贸易总额同比增速由 6.2%降至 2.3%。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速逐年收窄，2014 年公共财政预算收入增速仅为 8.6%，政府性基金收入仅为 3.5%。2015 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 7.0%，较上年同期下降 0.4 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.4%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长 13.5%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.6%，进出口总额同比下降 6.0%。同期，全国公共财政预算收入 3.64 万亿元，同比增长 3.90%；政府性基金预算收入为 0.87 万亿元，同比下降 33.30%。此外，2015 年一季度，我国全社会融资规模为 4.61 万亿元，同比减少 0.89 万亿元，新增人民币贷款 3.68 万亿元。截至 2015 年 3 月末，我国广义货币（M2）余额为 127.53 万亿元，



同比增长 11.6%，增速较上年同期下降 0.5 个百分点。整体来看，受传统行业产能过剩突出、房地产持续调整等因素影响，我国企业生产、投资放缓，工业经济与社会投资增速逐年下降，实体经济增长乏力，土地市场供需不旺，财政增收困难；与此同时，金融领域银行表外融资的收缩、同业监管的加强等，也进一步导致全社会融资规模出现下滑，我国经济发展步入增速放缓、转型提质的“新常态”。

针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难问题。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，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，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度，一方面通过创新城市建设融资模式等方式加速城镇化进程，加大棚户区改造、交通建设等领域投资；另一方面通过调整房地产信贷政策消化行业过剩产能，促进房地产及相关行业投资相应增长。2015 年政府工作报告中强调“经济增长”和“价格控制”两个核心目标，表明国家通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间的决心。

从外部环境来看，世界经济分化态势明显，美国经济进一步好转，对我国出口扩大有一定的促进作用，但受东欧地缘政治危机、减债压力等因素影响，欧元区复苏乏力，日本经济停滞不前，新兴经济体增长总体偏弱，加之世界大宗商品价格波动明显、国际地缘政治冲突有增无减，世界经济的贸易量复苏动力不足，我国出口贸易受到不利影响，国内经济增长由此受到波及。未来，美欧日俄在经济刺激方面的政策调整、东欧政局的变动以及新兴经济体金融秩序的构建使得我国经济发展仍面临一定风险因素。

预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

热电联产作为高效能源生产方式，得到了国家和地方政府在电量上网、项目审批等方面的政策支持；同时，环保标准的不断提高也将增加技术改造等成本的支出

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。2012年2月，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，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，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。《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014~2020年）》（以下简称《行动计划》）进一步提出到2020年，燃煤热电机组装机容量占煤电总装机容量比重力争达到28%，并鼓励建设背压式热电机组。

2014年以来，继2013年国务院《关于取消和下放一批行政审批项目等事项的决定》（国发【2013】19号）将企业投资燃煤背压热项目审批权下放省级投资主管后，国务院《关于发布政府核准的投资项目目录（2014年本）的通知》（国发【2014】53号）继续将下放范围扩展至抽凝式燃煤热项目，热项目投资审批进一步放开。同时，环境保护标准不断提升，《行动计划》提出，到2020年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于310克/千瓦时，其中现役60万千瓦及以上机组（除空冷机组外）改造后平均供电煤耗低于300克/千瓦时。东部地区现役30万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10万千瓦及以上自备燃煤发电机组以及其他有条件的燃煤发电机组，改造后大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值。环保标准的不断提高一定程度上将增加技术升级和设备改造等成本的支出。

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。

2014年以来，全国电力供需总体宽松；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

根据中国电力企业联合会统计，2014年，全国全社会用电量55,233亿千瓦时，同比增长3.8%；同期，全国全口径发电量55,459亿千瓦时，同比增长3.6%；用电量和发电量同比增速分别下降3.8个百分点和4.1个百分点。其中，火电发电量41,731亿千瓦时，同比下降0.7%；占全国发电量的75.2%，比上年降低3.3个百分点。同期，全国6,000千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数4,286小时，同比降低235小时。其中，火电设备平均利用小时4,706小时，同比降低314小时，是自1978年以来的最低水平。2015年1~3月，全国全社会用电量1.29万



亿千瓦时，同比增长 0.8%，增速同比回落 4.6 个百分点。总体来看，全国电力供需较宽松，火电面临结构性下调的压力。

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。

综合而言，在全国电力供需总体宽松的背景下，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。

广东省经济快速增长，推动电力需求增长；作为西电东送最大的受端市场，广东省电力供需仍存在缺口，省内电力企业具有良好发展空间；近年来，西电东送电量不断增加一定程度上挤占广东省火电市场；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、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。珠三角作为广东省的重要区域发展迅速。2014 年，珠三角地区实现地区生产总值 57,802.21 亿元，同比增长 7.8%，占广东省 GDP 的 85.26%。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。同期，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%。2015 年一季度，广州市地区生产总值为 3,768.40 亿元，同比增长 7.5%，增速同比提升 0.1 个百分点，高于全国 7.0%和广东省 7.2%的增速。

表 2 2010~2014 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
2010 年	45,472.83	12.2	21,374.81	5.0:50.4:44.6
2011 年	52,673.59	10.0	24,408.13	5.0:49.8:45.2
2012 年	57,067.92	8.2	25,937.20	5.0:48.8:46.2
2013 年	62,163.97	8.5	27,426.26	4.9:47.3:47.8
2014 年	67,792.24	7.8	29,327.61	4.7:46.2:49.1

数据来源：广东省 2010~2014 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。2014 年，广东省全社会用电量 5,235.23 亿千瓦时，同比增长 8.4%；其中，工业用电量 3,454.68 亿千瓦时，同比增长 7.8%。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。广东省电力消费量与发电量差由 2001 年的 40.77 亿千瓦时增加到 2014 年的 1,365.44 亿千瓦时。2014 年，南方电网西电东送电量达到 1,713 亿千瓦时，同比增加 30%。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，因此仍然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，2012~2014 年，西电送广东电量分别同比增加 22.95%、6.02%和 31.33%；2014 年，广东省 6,000 千瓦及以上发电设备平均利用小时数 4,240 小时，其中火电 4,262 小时，分别同比减少 336 小时和 475 小时，省内电力企业发电量和发电设备利用小时数将存在下降的风险。2015 年一季度，南方电网完成西电东送电量 307 亿千瓦时，同比增长 40%。总体而言，西电东送电量不断增加一定程度上挤占了广东省火电市场。

广东省也将热电联产放于优先发展地位，2011 年《广东省国民经济和社会发展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。2011 年《广东能源发展“十二五”规划》中规划，到 2015 年实现热电联产机组装机容量达 1,250 万千瓦，其中燃煤机组 910 万千瓦，燃气机组 340 万千瓦。

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。2011 年《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；西电东送电量增加一定程度上挤占了广东省本地火电市场；根据环保减排要求，来自于能源和环保的政策压力较大。

广东省煤炭资源匮乏，北煤南运使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；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

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。北煤南运使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¹(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,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。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》(粤价【2013】231 号文),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,下同);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 30mg/m³(重点地区低于 20mg/m³),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 分钱。2014 年 8 月,国家发改委下发《国家发展改革委关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》(发改价格【2014】1908 号),进一步下调了燃煤发电企业脱硫标杆上网电价和跨省跨区域电网送电价格标准,同时广东省实施工商用同电价。2014 年 9 月,广东省发改委发布了《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),降低广东省燃煤发电企业(含热电联产机组)的标杆上网电价 0.012 元/千瓦时,降价后的不含脱硫、脱硝和除尘电价的标杆上网电价为 0.475 元/千瓦时,含脱硫、脱硝和除尘电价的标杆上网电价为 0.502 元/千瓦时。上述标准的出台对火电企业盈利能力产生了一定影响,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。2015 年 4 月 13 日,国家发展改革委《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格【2015】748 号)指出自 2015 年 4 月 20 日起全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱;全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。2015 年 4 月 28 日,广东省发改委发布了《广东省发展改革委关于降低我省有关发电企业上网电价的通知》(粤发改价格【2015】180 号),根据发改价格【2015】748 号文件的规定,降低广东省有关发电企业每千瓦时上网电价 0.0285 元(含税)。连续的电价下调对火电企业盈利能力产生一定影响。预计未来,火电企业仍将面临一定的上网电价下调风险,盈利水平进一步提升的空间有限。

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;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;连续的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。

¹ 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。



经营与竞争

公司收入和利润主要来自电力销售；房地产业务的完工结转具有不确定性，导致公司营业收入有所波动；受上网电价下调和西电东送电量增加影响，公司发电业务收入持续减少

公司主要从事电力生产、集中供热及房地产销售业务。2012~2014年，公司营业收入保持增加，其中2013年及2014年收入增加主要受益于房地产项目完工结转收入，导致营业收入和毛利润的不断增加。

发电业务是公司收入和利润的主要来源。受上网电价下调以及由于广东省西电东送接收电量不断增加影响，公司发电量和机组利用小时数下降，发电业务收入逐年减少。2012~2014年，公司供热业务不断发展，供热区域主要为广州开发区，区内工业用户较多，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；同时，公司供热价格实行煤热价格联动机制，调整周期为三个月，公司供热价格随煤炭价格下降，导致供热收入持续减少。房地产业务主要为2013年以来公司锦泽园房地产项目结转的销售收入。其他业务主要为房租及脱硫剂业务，其中脱硫剂主要为了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、垃圾焚烧、污水处理、炼钢、造纸和建筑等多个行业。

表3 2012~2014年及2015年1~3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年1~3月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	5.55	100.00	43.94	100.00	32.81	100.00	31.44	100.00
发电业务	4.38	78.84	21.15	48.14	25.00	76.22	27.83	88.52
供热业务	0.67	12.06	2.79	6.35	2.95	8.99	3.07	9.76
房地产业务	0.33	5.98	19.09	43.45	3.98	12.14	-	-
其他业务	0.17	3.12	0.91	2.07	0.87	2.65	0.54	1.72
毛利润	1.72	100.00	14.33	100.00	9.84	100.00	7.30	100.00
发电业务	1.36	9.50	6.37	44.47	7.43	75.53	6.41	87.75
供热业务	0.12	0.84	0.54	3.79	0.43	4.42	0.64	8.79
房地产业务	0.15	1.04	6.91	48.25	1.31	13.35	-	-
其他业务	0.09	0.63	0.50	3.49	0.66	6.71	0.25	3.46
毛利率	31.00		32.61		30.03		23.22	
发电业务	31.10		30.13		29.71		23.01	
供热业务	17.95		19.44		14.74		20.90	
房地产业务	44.84		36.21		32.97		-	
其他业务	52.23		55.16		75.86		46.73	

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，2012~2014年，公司毛利率不断上升，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持续提升，经营情况良好；另一方面，2013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导致公司毛利率不断提高。同期，其他业务包含房租等毛利率较高的板块，业务毛利率相对较高。

2015年1~3月，由于公司现有房地产项目已基本完工结转，房地产业务收入同比减少4.02亿元，导致营业收入同比下降44.22%。发电业务和供热业务经营相对稳定，但同比仍小幅减少。2015年以来，受益于煤价持续下跌，发电业务和供热业务毛利率分别同比上升5.00个百分点和4.17个百分点；同时，房地产业务投入同比减少，导致业务板块毛利率同比上升13.06个百分点；综合作用下，公司毛利率同比上升3.39个百分点。

总体来看，公司收入受房地产项目等因素影响有所波动，具有一定不稳定性。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，可控装机容量在广州市地方燃煤机组中排名第二，发电机组利用小时数在广东省发电企业中位居前列

公司电力生产和销售主要由原恒运C厂及子公司恒运D厂负责。截至2014年末，原恒运C厂拥有2×21万千瓦燃煤脱硫脱硝发电机组，恒运D厂拥有2×33万千瓦脱硫脱硝燃煤发电机组，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二²。2014年，恒运D厂#9机组实施“超洁净排放”³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。

表4 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
装机容量(万千瓦)	108.00	102.00	102.00	102.00
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
平均上网电价(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

² 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。

³ 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。



公司是广州市属国有控股的重点电力生产企业，位于广州开发区，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¹。从发电利用小时数稳定性来看，2012年以来，受电力需求增长乏力和西电东送水电量增加等影响，公司机组利用小时数和发电量持续减少。

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。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30千瓦机组上网电价由0.4870元/千瓦时调整为0.4750元/千瓦时（不含脱硫脱销和除尘电价），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（不含脱硫脱销和除尘电价），电价调整自2014年9月1日起执行。根据粤发改价格【2015】180号，原恒运C厂和恒运D厂发电机组的上网电价在原基础上下降0.0285元/千瓦时（含税），自2015年4月20日起执行。

截至2015年3月末，公司在建项目为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1.00亿元，预计2015年末完工。2台60万千瓦燃煤机组尚处于申报审批阶段。

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）。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，公司仍将保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

从煤炭来源来看，公司的外调煤主要来源于秦皇岛港，秦皇岛动力煤价格波动对公司的影响较大。2011年11月以来煤炭价格的下降使得公司煤炭采购成本不断下降。

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。公司煤炭合同主要为每年一签，每月一调。2014年，在煤炭采购总量中，神华占比53.37%，中煤占比24.42%，伊泰占比17.70%。

¹ 2011~2014年，全国火电机组平均利用小时数为5,294小时、4,965小时、5,012小时和4,706小时；同期，广东省火电机组平均利用小时数为5,764小时、5,047小时、4,577小时和4,262小时。数据来源：Wind资讯。



表 5 2011~2014 年公司煤炭采购情况 (单位: 万吨, 元/吨)

项 目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
煤炭采购总量	253.06	275.81	321.76	360.01
其中: 神华	135.05	150.09	203.78	194.48
中煤	61.81	60.68	77.14	80.39
伊泰	44.80	48.02	28.95	22.68
煤炭采购平均价格 (不含运杂费)	453.46	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, 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; 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

公司拥有燃煤热电联产机组, 其中供热是公司的重要业务。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。其下属子公司东区热力公司和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 2012~2014 年公司热力业务情况

项 目	2014 年	2013 年	2012 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)	169.33	167.09	152.85
其中: 东区热力公司	100.28	101.69	90.10
西区热力公司	69.05	65.40	62.75
供热单价 (元/吨, 不含税)	164.76	176.41	200.79

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 2014 年末, 拥有供热管网 25,008 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 $1.35 \pm 0.05\text{MPa}$ 。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、本田 (广州) 有限公司、康师



傅集团公司等市、区重点企业，前五大客户供气量占总供气量的 42.18%。2014 年实现销售收入 16,818.44 万元，净利润 582.77 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，截至 2014 年末，拥有管网 17,716 米，供热温度为 225℃±5℃、压力为 1.2±0.05Mpa。西区热力公司拥有用户共 35 家，其中包括位列世界五百强企业中的广州宝洁有限公司、安利（中国）日用品有限公司等，前五大客户供气量占总供气量的 71.76%。2014 年实现销售收入 11,264.11 万元，净利润 591.09 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，累计 5,376 万元。

预计未来 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。

房地产业务受国家政策影响未来发展存在不确定性；公司参股广州证券的收益易受证券市场环境影响

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 24.80 亿元，截至 2014 年末，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，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。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。

表 7 截至 2014 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	一期已完工，二期正在进行设计报建
壹龙公司	萝岗区 KXC-I4-3-1 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



壹龙公司主要负责穗恒运通过招拍挂所取得的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，但房地产业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“宜春农商行”）进行投资。截至 2014 年末，公司持有广州证券比例为 24.48%；持宜春农商行比例为 7.5%，公司参股广州证券的投资收益易受证券市场环境影响，具有不稳定性。

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。2014 年 5 月，经公司股东大会审议通过，以资本公积金向股东每 10 股转增 10 股，截至 2015 年 3 月末，股本总额为 685,082,820 股，实际控制人为广州开发区管委会，广州凯得控股有限公司持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，近年来公司不断完善法人治理结构、建立现代企业管理制度、构建企业文化体系，公司运作规范、高效。

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

公司作为广州市属国有控股的重点电力生产的上市公司，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；作为上市公司，公司风险管理和内部控制制度健全规范，并不断实施内控规范体系建设、强化风险管理与规范经营。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 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012~2014 年财务报表进行了分别审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2012 年，公司新增子公司广州壹龙房地产开发有限公司纳入合并报表范围；2014 年，公司新设立恒翔环保和新能源公司并纳入合并报表范围。由于会计政策变化，2012~2013 年使用追溯调整数。2015 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

近年来，公司资产规模有所波动，非流动资产逐年增长且占比较大；2014 年，受房地产完工结转影响，公司资产规模出现下滑

近年来，公司资产规模有所波动，2013 年资产规模同比增长。截至 2014 年末，公司总资产为 74.93 亿元，较 2013 年末减少 10.67%，占比较高的非流动资产保持增长，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。2012~2014 年末，公司货币资金保持较高水平，主要由于锦泽公司预售楼款以及公司发行债券获得的现金增加导致的。应收账款主要是广州供电局有限公司的未结电费，2012~2014 年末，应收账款周转天数分别为 37.42 天、34.24 天和 20.31 天，呈下降趋势；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，2012~2013 年末，公司存货逐年增加，主要是房地产开发成本随建设进度推进增加，2014 年末，锦泽园的出售导致存货大幅减少。



表 8 2012~2014 年末及 2015 年 3 月末公司总资产构成情况 (单位: 亿元、%)⁵

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	77.36	100.00	74.93	100.00	83.88	100.00	78.96	100.00
流动资产	24.80	32.06	22.82	30.46	33.62	40.08	30.78	38.98
其中: 货币资金	15.90	20.56	14.13	18.85	14.13	16.84	12.10	15.32
应收账款	2.31	2.98	1.92	2.56	3.04	3.63	3.20	4.05
存货	5.88	7.60	6.14	8.19	14.39	17.15	12.77	16.17
非流动资产	52.56	67.94	52.11	69.54	50.26	59.92	48.18	61.02
其中: 固定资产	30.86	39.89	30.90	41.23	32.02	38.18	33.69	42.67
长期股权投资	17.15	22.16	16.42	21.92	14.60	17.40	11.42	14.46

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商银行增资扩股所致。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。

2015 年 3 月末, 公司资产规模小幅增加, 资产结构较 2014 年末基本保持稳定, 仍以非流动资产为主。

截至 2015 年 3 月末, 公司无资产受限情况。

综合看来, 公司资产规模受房地产项目影响有所波动, 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, 公司资产结构仍将保持稳定。

资本结构

2012 年以来, 公司负债总额规模有所波动, 资产负债率呈下降趋势, 有息负债规模不断下降, 短期有息负债占比在总有息负债中较高

近年来, 公司负债总额不断增加, 主要以流动负债为主, 随着短期借款的减少, 流动负债所占比例不断下降。2012~2014 年末, 公司资产负债率分别为 68.75%、67.67%和 53.59%, 不断下降, 且低于火电行业平均资产负债率⁶。

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 1.28 亿元, 1 年以内的占比为 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”。2015 年 3 月末, 除应付账款因在建长距离

⁵ 由于会计政策变更, 2012~2013 年长期股权投资为追溯调整数。

⁶ 2012~2014 年末, 火电行业平均资产负债率分别为 73.18%、70.06%和 67.76%, 数据来源于 Wind 资讯。



供热项目小幅增加外，流动负债各科目较 2014 年末未发生重大变化。

项目	2015 年 3 月末		2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	24.89	60.55	23.81	59.30	38.47	67.77	45.15	83.16
非流动负债	16.21	39.45	16.34	40.70	18.30	32.23	9.14	16.84
负债总额	41.10	100.00	40.15	100.00	56.76	100.00	54.29	100.00
总有息负债	30.26	73.63	30.10	74.96	30.71	54.11	34.59	63.72
其中：短期借款	4.43	10.78	4.15	10.34	12.50	22.02	15.52	28.59
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.21	4.06
一年内到期的非流动负债	5.68	13.82	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	10.95	4.50	11.20	-	-	-	-
长期借款	1.90	4.62	2.02	5.04	9.04	15.92	4.68	8.61
应付债券	13.75	33.46	13.75	34.24	8.78	15.47	3.99	7.35
资产负债率	53.13		53.59		67.67		68.75	

公司非流动负债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。2015 年 3 月末，公司非流动负债规模和结构保持稳定。

2012 年以来，公司有息负债规模不断减少，占总负债比重有所波动。截至 2015 年 3 月末，公司有息负债总额为 30.31 亿元，期限在 1 年以内的有息负债占总息负债的占比较高，为 50.38%。

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	合计
金额	15.27	4.63	0.61	4.80	5.00	30.31 ⁷
占比	50.38	15.26	2.02	15.84	16.50	100.00

2012~2014 年末及 2015 年 3 月末，公司流动比率分别为 0.68 倍、0.87 倍、0.96 倍和 1.00 倍，速动比率分别为 0.40 倍、0.50 倍、0.70 倍和 0.76 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度较低；同期，公司长期资产适合率分别为 70.19%、90.35%、98.10%和 99.84%，长期资产对长期负债的覆盖程度近年来不断改善。

2012~2014 年及 2015 年 3 月末，公司所有者权益逐年增长，分别为 24.68 亿元、27.12 亿元、34.78 亿元和 36.26 亿元；2014 年末，资本公积同比减少主要是由于公司以资本公积金增资扩股，导致实收

⁷ 此数与上表总有息负债数的差额为发行费用所致。



资本（股本）由 2013 年末的 3.43 亿元增加至 2014 年的 6.85 亿元。2012~2014 年及 2015 年 3 月末，未分配利润分别为 4.93 亿元、7.56 亿元、12.74 亿元 13.90 亿元，主要是公司净利润增加所致。

截至 2015 年 3 月末，公司对外担保余额为 1,839 万元，担保比率为 0.51%。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。

综合来看，公司负债总额规模有所波动，资产负债率呈下降趋势；有息负债规模不断下降，短期有息债务规模较大且在总有息负债中占比较高。

盈利能力

2012~2014 年，受益于房地产项目完工结转收入，公司营业收入不断增加，加之电煤价格下降，盈利能力较强，毛利率呈上升趋势并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，存在一定不稳定性

公司营业收入主要来自售电收入及供热业务收入，近年来逐年增长。2012~2014 年，受益于房地产项目完工结转收入，公司营业收入不断增加，加之电煤价格下降，毛利率维持在行业较高水平⁸，公司盈利能力较强。2014 年，由于锦泽园项目的售房结转收入，导致营业收入同比增加 33.96%。

表11 2012~2014年及2015年1~3月公司收入及盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2015年1~3月	2014年	2013年	2012年
营业收入	5.55	43.94	32.81	31.44
营业成本	3.83	29.61	22.96	24.14
期间费用	0.71	3.44	3.59	3.81
销售费用	0.01	0.06	0.16	0.23
管理费用	0.31	1.65	1.52	1.48
财务费用	0.38	1.74	1.91	2.10
投资收益	0.55	1.15	0.33	0.75
营业利润	1.43	9.58	5.91	3.98
利润总额	1.43	9.01	5.24	3.97
净利润	1.20	7.93	3.73	2.95
毛利率	31.00	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率	2.42	14.54	8.67	7.80
净资产收益率	3.32	22.80	13.75	11.94

2012~2014 年，公司期间费用不断降低，管理费用和财务费用在

⁸ 2012~2014 年末，火电行业平均毛利率分别为 13.43%、19.69%和 21.71%，数据来源于 Wind 资讯。



期间费用中的占比较高，其中管理费用增加主要受人工成本略有升高影响，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；随着房地产项目预售率的逐年增加，公司销售费用逐年减少。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分别为 2.93 亿元、1.11 亿元和 5.36 亿元，存在一定不稳定性。

公司盈利水平不断提升，主要受益于电煤价格下降和房地产项目确认收入。2012~2014 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持续增加。

2015 年 1~3 月，营业收入同比下降 44.22%，主要是由于公司现有房地产项目已基本完工结转导致的。期间费用同比略有减少，投资收益有所增加，利润总额同比下降 15.89%，净利润同比下降 13.91%。同期，毛利率同比有所上升，但总资产报酬率和净资产收益率均同比有所下降。

综合来看，公司营业收入不断增加，盈利能力较强，毛利率维持在行业较高水平并呈上升趋势，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，存在一定不稳定性。

现金流

2012 年以来，经营性现金流对房地产业务依赖性较强；受房地产业务影响，公司经营性净现金流不断减少

2012 年以来，一方面，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；另一方面，2013~2014 年连续两次上网电价下调及机组利用小时数下降，导致公司经营性净现金流逐年减少。房地产业务导致公司经营性净现金流不稳定，但随着房地产项目的完工结转，未来经营性净现金流存在一定不确定性。

2014 年公司房地产项目基本完工，拟建项目尚处于申报审批阶段；同时，2012~2013 年收购恒运 C、D 厂少数股东股权及参与广州证券增资扩股，而 2014 年相关投资项目减少，导致 2014 年投资性现金流净流出有所减少。筹资性净现金流由于偿还到期债务规模大于新增融资规模，近年来呈现净流出。

表 12 2012~2014 年及 2015 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、%）

指标	2015 年 1~3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	2.38	4.95	13.99	16.87
投资性净现金流	-0.34	-1.58	-4.64	-4.71
筹资性净现金流	-0.26	-3.34	-7.10	-5.58
经营性净现金流/流动负债	9.76	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债	5.85	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	5.43	2.62	6.72	6.62



2015年1~3月,公司经营性净现金流为2.38亿元,同比略有增加,主要是房地产项目投入减少导致经营性现金流出减少。同期,投资性净现金流为-0.34亿元,同比有所减少;筹资性净现金流为-0.26亿元,同比有所增加。

2012~2014年,公司现金回笼率分别为163.05%、128.55%和69.42%,现金回笼受前期房地产预售影响逐年降低;2015年1~3月,现金回笼率为114.31%,同比有所增加。

总体而言,2012年以来,经营性现金流对房地产业务依赖性较强;受房地产业务影响,公司经营性净现金流不断减少。

偿债能力

近年来,受房地产项目竣工结算影响,公司资产规模有所波动;同时,投资需求减弱导致公司负债规模和资产负债率均不断减少。房地产业务使得公司近年来营业收入不断增长,但由于前期预售比例较大,经营性净现金流不断减少,对债务的保障程度不断下降。由于房地产业务基本完工结算且项目储备较少,以及2013年以来连续两次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。公司与多家银行均保持良好的业务合作关系,并且作为上市公司,具有较强的融资能力,融资渠道较为畅通。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2015年4月17日,公司本部及恒运D厂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23日发行的365日4.5亿元“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

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。公司是广州市属国有控股的重点电力生产的上市企业及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,受房地产业务周期性影响,公司的盈利水平和经营性净现金流具有一定的不稳定性。整体来看,公司偿还债务的能力很强。

综合分析,公司偿还债务的能力很强,本期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，公司电力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：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：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

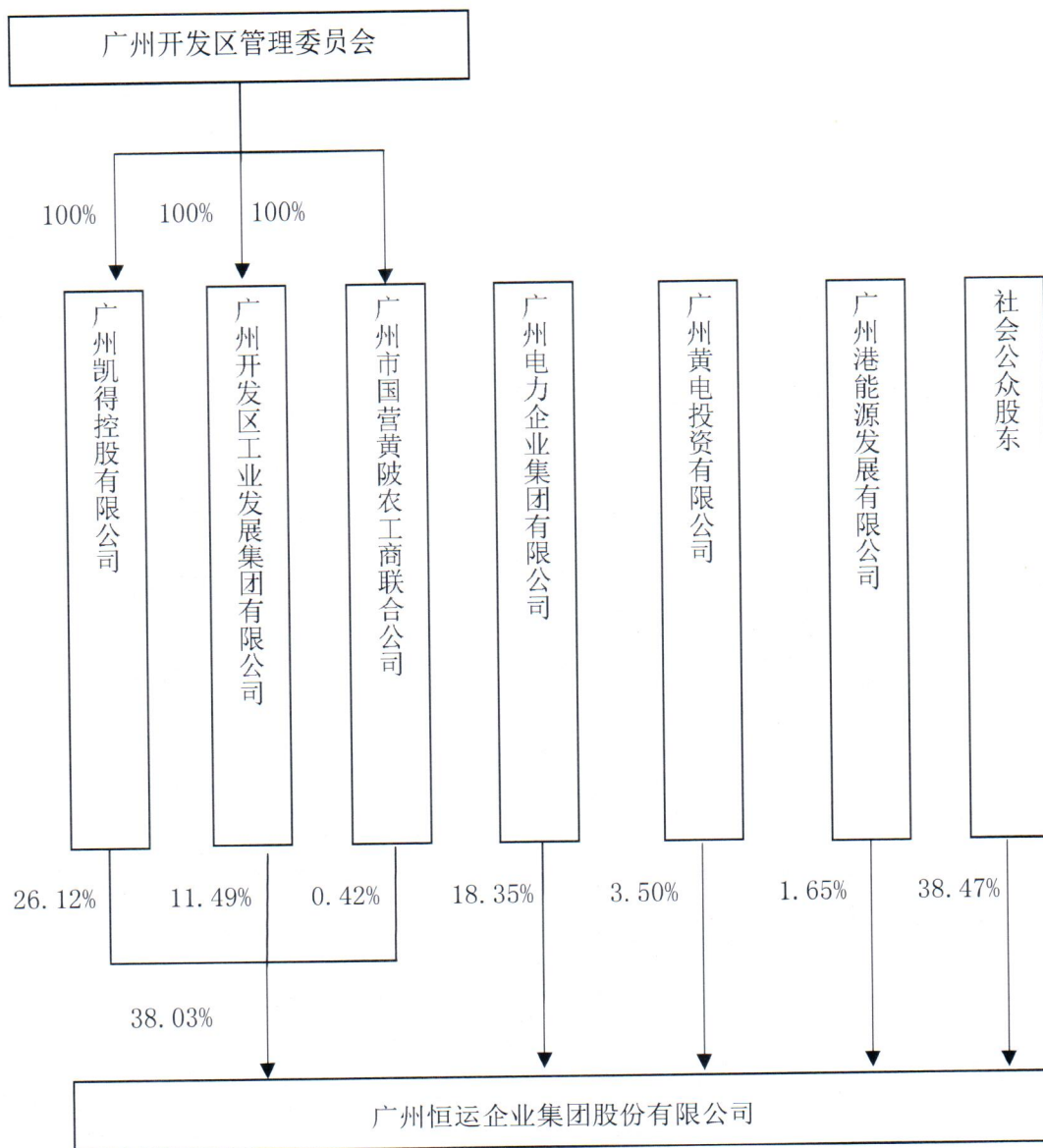
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

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。

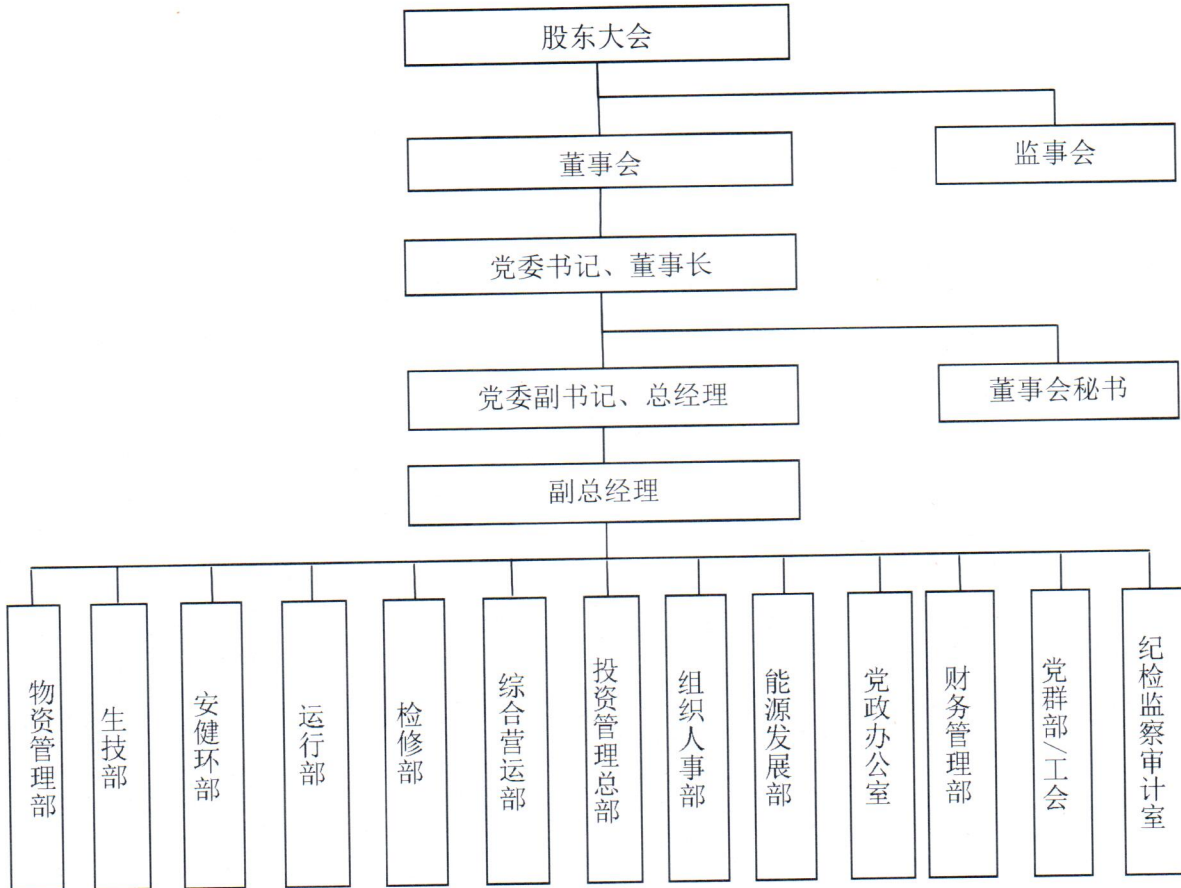


附件1 截至2015年3月末广州恒运企业集团股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2015 年 3 月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	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	159,012	141,273	141,280	120,998
应收账款	23,088	19,158	30,428	31,981
存货	58,807	61,388	143,887	127,666
流动资产合计	248,000	228,208	336,189	307,804
长期股权投资	171,458	164,220	145,969	114,213
固定资产	308,569	308,971	320,225	336,915
长期待摊费用	8,477	8,541	9,151	9,744
递延所得税资产	14,991	14,858	7,759	3,428
非流动资产合计	525,565	521,109	502,602	481,821
总资产	773,565	749,317	838,792	789,625
占资产总额比 (%)				
货币资金	20.56	18.85	16.84	15.32
应收账款	2.98	2.56	3.63	4.05
存货	7.60	8.19	17.15	16.17
流动资产合计	32.06	30.46	40.08	38.98
长期股权投资	22.16	21.92	17.40	14.46
固定资产	39.89	41.23	38.18	42.67
非流动资产合计	67.94	69.54	59.92	61.02
负债类				
短期借款	44,300	41,500	125,000	155,200
应付票据	0	0	0	22,065
应付账款	62,837	54,270	41,496	15,781
预收款项	10,033	12,781	191,863	157,710
其他应付款	3,041	4,159	3,612	4,183
一年内到期的非流动负债	56,800	56,800	4,000	82,000
其他流动负债	45,023	45,065	42	53
流动负债合计	248,857	238,119	384,681	451,458
长期借款	18,975	20,225	90,350	46,750
应付债券	137,533	137,487	87,792	39,900
非流动负债合计	162,145	163,421	182,955	91,409
负债合计	411,002	401,540	567,636	542,867
占负债总额比 (%)				
短期借款	10.78	10.34	22.02	28.59
应付账款	15.29	13.52	7.31	2.91



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	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
预收款项	2.44	3.18	33.80	29.05
一年内到期的非流动负债	13.82	14.15	0.70	15.10
其他流动负债	10.95	11.22	0.01	0.01
流动负债合计	60.55	59.30	67.77	83.16
长期借款	4.62	5.04	15.92	8.61
应付债券	33.46	34.24	15.47	7.35
非流动负债合计	39.45	40.70	32.23	16.84
权益类				
实收资本 (股本)	68,508	68,508	34,254	34,254
资本公积	94,245	91,528	118,406	124,401
盈余公积	26,303	26,303	23,840	21,469
未分配利润	138,961	127,390	75,584	49,330
归属于母公司所有者权益	328,018	313,729	252,085	229,454
少数股东权益	34,545	34,047	19,071	17,304
股东权益合计	362,563	347,777	271,156	246,758
损益类				
营业收入	55,505	439,447	328,064	314,396
营业成本	38,301	296,140	229,562	241,406
销售费用	106	560	1,584	2,314
管理费用	3,140	16,493	15,242	14,818
财务费用	3,846	17,395	19,065	20,978
投资收益	5,482	11,466	3,327	7,485
营业利润	14,327	95,758	59,078	39,776
利润总额	14,306	90,077	52,395	39,711
净利润	12,043	79,306	37,275	29,464
占营业收入比 (%)				
营业成本	69.00	67.39	69.97	76.78
销售费用	0.19	0.13	0.48	0.74
管理费用	5.66	3.75	4.65	4.71
财务费用	6.93	3.96	5.81	6.67
投资收益	9.88	2.61	1.01	2.38
营业利润	25.81	21.79	18.01	12.65
利润总额	25.77	20.50	15.97	12.63
净利润	21.70	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	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	23,768	49,529	139,900	168,735
投资活动产生的现金流量净额	-3,380	-15,788	-46,429	-47,136
筹资活动产生的现金流量净额	-2,648	-33,430	-70,978	-55,801
财务指标				
EBIT	18,685	108,981	72,763	61,575
EBITDA	-	129,793	93,852	82,494
总有息负债	302,608	301,012	307,142	345,915
毛利率 (%)	31.00	32.61	30.03	23.22
营业利润率 (%)	25.81	21.79	18.01	12.65
总资产报酬率 (%)	2.42	14.54	8.67	7.80
净资产收益率 (%)	3.32	22.80	13.75	11.94
资产负债率 (%)	53.13	53.59	67.67	68.75
债务资本比率 (%)	45.49	46.40	53.11	58.37
长期资产适合率 (%)	99.84	98.10	90.35	70.19
流动比率 (倍)	1.00	0.96	0.87	0.68
速动比率 (倍)	0.76	0.70	0.50	0.40
保守速动比率 (倍)	0.64	0.59	0.37	0.27
存货周转天数 (天)	564.87	124.77	212.93	172.93
应收账款周转天数 (天)	137.00	20.31	34.24	37.42
经营性净现金流/流动负债 (%)	9.76	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债 (%)	5.85	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	5.43	2.62	6.72	6.62
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.27	5.77	3.50	2.42
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.87	4.51	3.24
现金比率 (%)	63.90	59.33	36.73	26.80
现金回笼率 (%)	114.31	69.42	128.55	163.05
担保比率 (%)	0.51	0.83	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⁹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁹一季度取 90 天。

¹⁰一季度取 90 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 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。