

## 跟踪评级公告

大公报 SD【2016】040 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“15 恒运 CP001”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，“15 恒运 CP001”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年二月二十六日

# 广州恒运企业集团股份有限公司

## 主体与相关债项 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】040 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(天)	跟踪评级结果	上次评级结果
15 恒运 CP001	4.5	366	A-1	A-1

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	81.59	74.93	83.88	78.96
所有者权益	37.89	34.78	27.12	24.68
营业收入	17.51	43.94	32.81	31.44
利润总额	4.77	9.01	5.24	3.97
经营性净现金流	1.72	4.95	13.99	16.87
资产负债率 (%)	53.56	53.59	67.67	68.75
债务资本比率 (%)	48.56	46.39	53.11	58.37
毛利率 (%)	32.67	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率 (%)	7.51	14.54	8.67	7.80
净资产收益率 (%)	10.53	22.80	13.75	11.94
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.27	2.62	6.72	6.62
经营性净现金流/总负债 (%)	4.11	10.22	25.20	34.79

注：2015 年 9 月财务数据未经审计。

### 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 2015 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，毛利率保持较高水平，供热业务仍具有区域专营优势等有利因素；同时也反映了公司发电业务收入继续减少，房地产业务未来发展存在不确定性，经营性净现金流有所减少等不利因素。

综合分析，大公对公司“15 恒运 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

### 有利因素

- 2015 年以来，广东省经济保持快速发展，电力生产行业总体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仍排名第二，受益于煤炭价格下降，毛利率保持较高水平；
- 公司仍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，2015 年公司保持供热业务的稳定经营。

### 不利因素

- 2015 年以来，受上网电价下调和西电东送电量增加影响，公司发电业务收入继续减少；
- 受房地产业务储备较少影响，公司收入和经营性净现金流均同比有所减少。

评级小组负责人：王 丹  
 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2015年9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（以下简称“凯得控股”）仍为公司的控股股东，持股26.12%，公司的实际控制人仍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。

截至2015年9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。2015年12月，公司新设立全资子公司广州恒运综合能源销售有限公司（以下简称“能源销售公司”），截至2015年末，已完成工商登记，尚未完成注资。

**表1 截至2015年9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

本次跟踪的穗恒运存续债券共计1期（详见表2）。

**表 2 本次跟踪债券及募集资金使用概况**

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 恒运 CP001	4.5 亿元	2015.8.31~ 2016.8.31	2 亿元用于偿还银行借款，2.5 亿元用于补充营运资金	已按募集资金要求全部使用完毕

数据来源：根据公司提供资料整理

## 宏观经济和政策环境

**现阶段我国传统制造业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标不能延续以往快速增长态势，财政收入增长缓慢，2015 年以来，部分经济指标增速继续放缓，未来短期内我国经济下行压力仍较大，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 7.3%，增速逐年放缓。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持续收窄，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，我国国民经济增速持续下滑，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期下降 0.5 个百分点。2015 年，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速比上半年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比名义增长 10.0%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.7%，进出口总额同比下降 8.0%。同期，全国公共财政预算收入完成 15.22 万亿元，同比增长 8.4%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。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，深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。预计未来短期内，我国经济下行压力依然较大，经济将继续延续低位运行态势，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

**2015 年以来，全社会用电量增速持续回落，发电机组利用小时数降幅不断扩大；电煤市场价格的持续回落使得火力发电企业盈利水平提升；同时，受煤电联动政策影响，国家多次下调燃煤发电机组上网电价，火电企业盈利水平提升空间有限**

电力工业是国民经济发展中基础能源产业，受经济整体运行的波动影响较大，且电力需求的波动幅度要大于 GDP 的波动幅度。2015 年，

全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，其中第二产业用电量持续下降，制造业用电量同比降幅扩大，四大高载能行业用电量同比下滑，全社会用电量增速同比持续回落；同期，全国规模以上电厂发电量 5.60 万亿千瓦时，同比仅增长 0.6%。总体来看，全国电力供需形势总体宽松。总体用电需求放缓以及清洁及可再生能源挤占效应导致全国发电机组平均利用水平面临较大的下行压力。2015 年，全国发电设备累计平均利用小时数 3,969 小时，同比下降 349 小时，其中，火电利用小时同比下降 410 小时，创 19 年以来的年度最低值 4,329 小时。

受中国能源结构的影响，煤炭在中国的初始能源消费构成中占绝对比例。我国现在电力的消费中，火电占比相对稳定，约占总电力消费的 75%。截至 2015 年 12 月末，山西优混平仓价进一步下滑至 360 元/吨，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，对火电企业盈利能力提升明显。2015 年以来，由于上游煤炭市场持续不景气，触发煤电联动机制，国家继续调低燃煤发电机组上网电价标准。2015 年 4 月，国家发改委印发《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，自 2015 年 4 月 20 日起，下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，燃煤发电上网电价平均下调约 2 分/千瓦时，工商业用电价格平均下调约 1.8 分/千瓦时。2015 年 12 月，国家发改委印发《国家发展改革委关于燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，全国燃煤火电上网电价平均下调幅度为 3 分/千瓦时，从 2016 年 1 月 1 日起执行。2015 年 12 月，根据发改价格【2015】2835 号文件，对 2016 年 1 月 1 日以前并网运行的达到超低排放标准的现役机组的统购上网电量加价 1 分/千瓦时（含税），暂定执行到 2017 年底，2018 年以后逐步统一和降低标准。连续的电价下调将对火电企业收入及盈利能力产生一定影响，提前完成超低排放改造的火电企业则争取了一定的缓冲空间。

2015 年，从“最严环保法”的正式实施到“十三五规划”中对于节能低碳发电及碳排放的控制，再到国务院常务会议中明确“全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造，大幅降低发电煤耗和污染排放”，都体现出我国燃煤发电机组加大节能减排技术改造的必然性和紧迫性。长期来看，对环保要求的不断提升有利于煤电产业高效清洁可持续发展。继 2014 年深圳输配电价改革试点后，2015 年 3 月，新一轮电力体制改革伴随着《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发【2015】9 号）的出台正式开始，新电改明确了“三放开、一独立、三强化<sup>1</sup>”的基本思路。2015 年 11 月，关于输配电价格改革、电力市场建设、电力交易机构组建、有序放开发用电计划、售电侧改革以及规范燃煤自备电厂监督管理等六个方面的配套文件出台，在各方利益主体博弈过程中，试点区域的广度和配套措施深度均不断推进，电网

<sup>1</sup> 有序放开输配以外的竞争性环节电价，向社会资本放开配售电业务，放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立；强化政府监管，强化电力统筹规划，强化电力安全高效运行和可靠供应。



公司运营模式将由原有的购销价差向成本加合理收益转变，预计较现有盈利水平将有所下降，出让的利润空间将由发、售、用三方共享。售电侧参与主体也将呈现多元化，发电和售电侧将展开电量和电价的双重竞争，由于水电面临一定的成本优势，盈利空间有望提升，而火电业绩受内部竞争加剧和环保要求不断提升的影响将出现一定分化，可再生能源电量全额收购则为风电、光伏发电等提供运营稳定性的保障。随着新电改进程的不断推进，电力市场公平性和竞争性将不断提升，电网公司和拥有售电牌照及客户资源的发电公司或将具有售电侧市场的先发优势，推动业绩实现增长。

预计未来，随着国家节能环保政策的不断出台，火电企业环保成本和管理水平将不断提升，有利于我国电源结构的持续优化。新电改政策密集出台将有力推动电力市场化进程，电力行业产业链竞争格局或将改变。

**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；2015年以来广东省经济保持快速增长，推动电力需求增长，电力生产行业总体仍面临良好的行业环境**

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。

广东省国民经济继续保持快速增长，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。2015年1~9月，广东省地区生产总值为52,522.38亿元，同比增长7.90%。2015年以来，广东省电力需求较旺盛，用电量呈增长态势。2015年，广东省用电量同比增长1.45%，发电量同比增长0.35%，其中火电发电量同比下降3.02%，发电设备利用小时数同比下降191小时，其中火电设备利用小时数同比下降234小时，省内发电设备受用电量增速放缓和西电东送电量增加影响利用小时数有所减少；同期，广东省电力缺口仍较大，为1,314.44亿千瓦时，省内电力生产企业总体仍面临良好生产环境，装机增速保持较高水平。截至2015年末，广东省6,000千瓦及以上发电设备装机容量达到9,935.40万千瓦，同比增长9.46%。

广州市作为广东省的省会，经济实力很强，经济发展迅速，2015年1~9月，广州市实现地区生产总值12,983.31亿元，同比增长8.30%。2015年1~11月，广州市规模以上工业增加值4,428.25亿元，同比增长7.20%；全社会用电量720.05亿千瓦时，同比增长1.76%，

增速同比下跌 6.42 个百分点。

总体来看，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，广东省电力缺口仍较大，电力生产行业总体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，2015 年以来，房地产业务收入减少导致公司收入同比大幅减少；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**

公司主要从事电力、热力的生产和销售业务。2015 年 1~9 月，受房地产项目收入集中于 2014 年确认、公司房地产业务存量项目较少的影响，营业收入大幅减少 53.50%；发电业务受上网电价下调和西电东送电量的继续增加影响，收入同比减少 14.77%；公司供热业务仍以工业供热为主，受经济下滑和工业产能缩减影响，工业热需求同比有所下滑，导致公司供热业务收入同比减少 11.42%。

**表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>17.51</b>	<b>100.00</b>	<b>43.94</b>	<b>100.00</b>	<b>32.81</b>	<b>100.00</b>	<b>31.44</b>	<b>100.00</b>
发电业务	13.93	79.54	21.15	48.14	25.00	76.22	27.83	88.52
供热业务	1.93	11.00	2.79	6.35	2.95	8.99	3.07	9.76
房地产业务	0.92	5.26	19.09	43.45	3.98	12.14	-	-
其他业务	0.74	4.21	0.91	2.07	0.87	2.65	0.54	1.72
<b>毛利润</b>	<b>5.72</b>	<b>100.00</b>	<b>14.33</b>	<b>100.00</b>	<b>9.84</b>	<b>100.00</b>	<b>7.30</b>	<b>100.00</b>
发电业务	4.64	81.06	6.40	44.68	7.43	75.53	6.41	87.75
供热业务	0.32	5.66	0.44	3.09	0.43	4.42	0.64	8.79
房地产业务	0.43	7.52	6.91	48.25	1.31	13.35	-	-
其他业务	0.33	5.76	0.57	3.98	0.66	6.71	0.25	3.46
<b>毛利率</b>	<b>32.67</b>		<b>32.61</b>		<b>30.03</b>		<b>23.22</b>	
发电业务	33.30		30.27		29.71		23.01	
供热业务	16.80		15.86		14.74		20.90	
房地产业务	46.73		36.21		32.97		-	
其他业务	44.78		62.86		75.86		46.73	

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年 1~9 月，由于公司房地产业务储备项目较少，已完工项目收入基本确认完毕，同时电力和供热业务受宏观经济影响收入同比有所减少，毛利润同比减少 56.07%；从毛利率来看，公司毛利率同比减少 1.91 个百分点，基本保持稳定。



总体来看，2015 年以来，受房地产业务减少和电力、热力经营环境变化影响，公司收入和利润同比大幅减少。

**公司仍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；2015 年以来，上网电价的下调对公司盈利能力产生一定不利影响，超洁净排放改造的完成将一定程度上提升公司的上网电价**

2015 年末，公司仍是广州开发区区属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 2015 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<sup>2</sup>。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 2015 年 3 月末，公司 4 台机组均完成改造。

**表 4 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司主要经营技术指标**

项 目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
发电量（亿千瓦时）	35.24	51.16	58.62	64.62
上网电量（亿千瓦时）	32.78	47.56	54.56	60.17
上网电价（元/千千瓦时）	497.13	520.42	536.09	540.40
机组利用小时数（小时）	3,414	5,015	5,747	6,336
入炉标煤单价（元/吨）	633.48	741.51	857.25	989.07
综合供电煤耗（克/千瓦时）	337.35	334.29	330.26	334.39
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.2820	0.3123	0.3219	0.3574

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，上网电价多次调整。2015 年 4 月，根据广东省发改委《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）和国家发改委《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），公司发电机组的上网电价在原有基础上下降 0.0285 元/千瓦时（含税，下同），自 2015 年 4 月 20 日起执行。2015 年 7 月，根据广东省发改委《关于广州恒运企业集团股份有限公司 6、7 号机组等燃煤发电机组执行除尘电价的函》（粤发改价格函【2015】3095 号），公司本部 6、7 号机组及恒运 D 厂 8、9 号机组均通过环保部门验收，根据国家发改委、环保部印发的《燃煤发电机组环保电价及环保设施运行监管办法》（发改价格【2014】536 号）等文件，公司上网电价在原有基础上增加 0.2 分/千瓦时的除尘电价，自 2015 年 6 月 24 日起执行。2015 年 12 月，根据广东省发改委《关于降低我省燃煤发电企业上网电价有关问题的通知》（粤发改价格【2015】820 号）和国家发改委《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电

<sup>2</sup> 广州市地方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。

价格的通知》(发改价格【2015】3105号,公司发电机组的上网电价在原有基础上下降0.023元/千瓦时;)根据发改价格【2015】2835号文件,对2016年1月1日以前并网运行的达到超低排放标准的现役机组的统购上网电量加价1分/千瓦时,自2016年1月1日起执行暂定执行到2017年底,2018年以后逐步统一和降低标准,公司将根据下属机组实际情况积极争取该环保电价。预计未来1~2年内,公司上网电价下调压力将有所减轻。

截至2015年9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1.00亿元,其余通过融资完成,预计2016年完工。拟建项目主要为2台60万千瓦燃煤机组,目前尚处于申报审批阶段。

2015年10月,公司董事会通过了《关于全资设立广州恒运电力销售有限公司的议案》,拟出资不超过2.2亿元设立全资子公司广州恒运电力销售有限公司(工商部门核准名称为“广州恒运综合能源销售有限公司”),将有利于公司提升竞争实力;同时,能源销售公司尚未取得售电业务运营牌照,仍面临一定的不确定性。

公司煤炭采购价格主要参照环渤海动力煤价格指数,2015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,2015年供热量和供热单价均同比有所降低**

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。

**表5 2012~2014年及2015年1~9月公司热力业务情况**

项 目	2015年1~9月	2014年	2013年	2012年
期末供热能力(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)	126.11	169.33	167.09	152.85
其中:东区热力公司	77.22	100.28	101.69	90.10
西区热力公司	48.89	69.05	65.40	62.75
供热单价(元/吨,不含税)	152.65	164.76	176.41	200.79

数据来源:根据公司提供资料整理

公司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。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），公司下属两家热力公司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。随着煤价下滑，2015年1~9月，公司供热单价同比有所下降；同时，由于公司供主要面向工业热用户，由于经济不景气，工业企业用热量同比有所减少。

截至2015年9月末，公司下属的东区热力公司拥有供热管网25.01千米，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 $1.35\pm 0.05\text{MPa}$ ，拥有用户38家，2015年1~9月实现销售收入11,842.44万元，净利润354.64万元；西区热力公司拥有管网17.72千米，供热温度为 $225\pm 5^{\circ}\text{C}$ 、压力为 $1.2\pm 0.05\text{MPa}$ ，拥有用户35家，2015年1~9月实现销售收入7,425.98万元，净利润135.05万元。

**公司房地产项目储备少，受国家政策影响未来发展存在不确定性；公司参股股份易受证券市场环境影响，具有一定的不稳定性**

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2015年9月末，锦泽公司开发的项目锦泽商住小区已完成投资15.14亿元，工程已完工尚未结转；锦泽一期已推出1,687套，已签合同1,608套，签约率95%，累计回款25.07亿元。锦泽二期正在进行招标准备工作，拟建设2栋商品住宅楼，预计2016年4月开始施工。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2015年9月末，该项目正在进行相关招标准备工作，预计2016年4月开始施工。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仍存在不确定性。

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2015年9月末，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%。2015年10月，公司董事会通过以自有资金不超过1亿元担任广州中以生物产业投资基金有限合伙人之一的决议，持股比例16.5%；2015年12月，公司董事会通过对广州证券按股比同比例增资扩股的决议，本次增资不超过10亿元。公司参股股份易受证券市场环境影响，具有一定的不稳定性。

未来1~2年，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；同时，公司参股股份易受证券市场环境影响，具有一定的不稳定性。

## 公司治理与管理

截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为 68,508.28 万元人民币，股本总额为 685,082,820 股，凯得控股是公司的控股股东，持股 26.12%，公司实际控制人为广州开发区管委会。

公司作为广州属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，公司仍具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了未经审计的 2015 年 1~9 月财务报表。

### 资产质量

#### 2015 年以来，公司资产规模较 2014 年末有所增加，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。公司资产结构仍较稳定，以非流动资产为主，符合电力生产行业的特点。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2015 年 9 月末，货币资金较 2014 年末有所增加，主要是新增有息债务所致；应收账款较 2014 年末基本稳定；随着房地产项目的陆续签约，存货较 2014 年末小幅减少。

**表 6 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 9 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	81.59	100.00	74.93	100.00	83.88	100.00	78.96	100.00
流动资产	27.78	34.05	22.82	30.46	33.62	40.08	30.78	38.98
其中：货币资金	19.38	23.75	14.13	18.85	14.13	16.84	12.10	15.32
应收账款	1.86	2.29	1.92	2.56	3.04	3.63	3.20	4.05
存货	5.43	6.65	6.14	8.19	14.39	17.15	12.77	16.17
非流动资产	53.81	65.95	52.11	69.54	50.26	59.92	48.18	61.02
其中：固定资产	30.45	37.32	30.90	41.23	32.02	38.18	33.69	42.67
长期股权投资	18.99	23.27	16.42	21.92	15.50	18.48	12.32	15.60

公司非流动资产仍主要由固定资产和长期股权投资构成。2015 年 9 月末，固定资产基本较 2014 年末保持稳定；长期股权投资较 2014

年末增长 15.64%，主要是按照权益法确认广州证券投资收益及其他综合收益 2.56 亿元所致。

截至 2015 年 9 月末，公司除 22,960 万元货币资金用于开具银行承兑汇票保证金外，无其他资产受限情况。

综合看来，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

### 2015 年以来公司有息负债规模有所增加；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

2015 年 9 月末，公司负债总额较 2014 年末小幅增加，资产负债率继续降低，仍低于火电行业平均资产负债率<sup>3</sup>。

公司流动负债仍主要包括短期借款、应付票据、预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。2015 年 9 月末，短期借款全部为银行信用借款；应付票据较 2014 年末大幅增加，主要用于补充流动资金；应付账款为 4.00 亿元，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；公司偿还了大部分一年内到期的非流动负债，较 2014 年末大幅减少；其他流动负债主要为公司于 2015 年 6 月发行的 4.5 亿元短期融资券“15 恒运 CP001”。

公司非流动负债仍主要是长期借款和应付债券，2015 年 9 月末，长期借款较 2014 年末有所减少，同时，公司于 2015 年 9 月发行的 5 亿元公司债券“15 恒运债”使应付债券较 2014 年末有所增加。

**表 7 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 9 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	23.33	53.39	23.81	59.30	38.47	67.77	45.15	83.16
非流动负债	20.37	46.61	16.34	40.70	18.30	32.23	9.14	16.84
<b>负债总额</b>	<b>43.70</b>	<b>100.00</b>	<b>40.15</b>	<b>100.00</b>	<b>56.76</b>	<b>100.00</b>	<b>54.29</b>	<b>100.00</b>
<b>有息负债</b>	<b>35.78</b>	<b>81.87</b>	<b>30.10</b>	<b>74.96</b>	<b>30.71</b>	<b>54.11</b>	<b>34.59</b>	<b>63.72</b>
其中：短期借款	5.62	12.86	4.15	10.34	12.50	22.02	15.52	28.59
应付票据	5.48	12.54	0.00	0.00	0.00	0.00	2.21	4.06
一年内到期的非流动负债	0.38	0.86	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	10.30	4.50	11.20	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.08	2.46	2.02	5.04	9.04	15.92	4.68	8.61
应付债券	18.73	42.85	13.75	34.24	8.78	15.47	3.99	7.35
<b>资产负债率</b>		<b>53.56</b>		<b>53.59</b>		<b>67.67</b>		<b>68.75</b>

<sup>3</sup> 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。

截至 2015 年 9 月末，公司有息负债规模及占比较 2014 年末均有所增加，短期有息债务随应付票据大幅增加有所增加。截至 2015 年 9 月末，公司有息负债总额为 35.78 亿元，有息债务期限在 1 年以内的有息负债占总息负债的比例为 44.65%，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。

**表 8 截至 2015 年 9 月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	合计
金额	15.98	5.00	14.80 <sup>4</sup>	35.78
占比	44.65	13.98	41.37	100.00

2015 年 9 月末，公司所有者权益继续增加，为 37.89 亿元，资本公积为 9.00 亿元。同期，未分配利润为 14.89 亿元，较 2014 年末有所增加。

截至 2015 年 9 月末，公司对外担保是为购房者提供的购房按揭贷款担保 1,338 万元，担保比率为 0.35%。

综合来看，公司负债规模有所增加，一年以内到期有息负债占比仍较高。

## 盈利能力

### 2015 年以来，随着房地产收入大部分结转完成，公司收入和利润均同比大幅减少

2015 年 1~9 月，公司营业收入同比减少 53.50%，主要受房地产项目收入大部分于 2014 年确认影响，毛利率同比减少 1.91 个百分点，为 32.67%，盈利能力仍较强，毛利率维持在行业较高水平<sup>5</sup>。

2015 年 1~9 月，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，其中管理费用同比小幅减少，财务费用降低主要受益于公司融资成本的降低；销售费用在期间费用中占比较小，同比略有增加。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。

2015 年 1~9 月，利润总额同比减少 43.84%，净利润同比减少 41.21%。

<sup>4</sup> “15 恒运债”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，此处期限结构按照届时行使回售选择权的情形进行统计。

<sup>5</sup> 2015 年 1~9 月，火电行业平均毛利率 24.31%，数据来源于 Wind 资讯。



表9 2012~2014年及2015年1~9月公司收入及盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2015年1~9月	2014年	2013年	2012年
营业收入	17.51	43.94	32.81	31.44
营业成本	11.79	29.61	22.96	24.14
期间费用	2.40	3.44	3.59	3.81
销售费用	0.04	0.06	0.16	0.23
管理费用	1.16	1.65	1.52	1.48
财务费用	1.19	1.74	1.91	2.10
投资收益	1.79	1.15	0.33	0.75
营业利润	4.78	9.58	5.91	3.98
利润总额	4.77	9.01	5.24	3.97
净利润	3.99	7.93	3.73	2.95
毛利率	32.67	32.61	30.03	23.22
总资产报酬率	7.51	14.54	8.67	7.80
净资产收益率	10.53	22.80	13.75	11.94

综合而言,2015年以来,随着房地产收入大部分于2014年结转完成,公司收入和利润均大幅减少。

## 现金流

**2015年以来,受房地产开发周期及上网电量、上网电价下降的影响,公司经营性净现金流有所减少,未来存在一定的不确定性**

2015年1~9月,经营性净现金流同比减少56.32%,主要是公司房地产开发周期,以及上网电量、上网电价和供热量、供热单价均同比有所下滑所致;同期,投资性净现金流同比减少24.82%,主要是购建新能源公司固定资产所支付的现金增加所致;筹资性净现金流同比增长14.17%。

表10 2012~2014年及2015年1~9月公司现金流及偿债指标情况(单位:亿元)

指标	2015年1~9月	2014年	2013年	2012年
经营性净现金流	1.72	4.95	13.99	16.87
投资性净现金流	-0.92	-1.58	-4.64	-4.71
筹资性净现金流	2.15	-3.34	-7.10	-5.58
经营性净现金流/流动负债	7.31	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债	4.11	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数	1.27	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

2015年9月末,公司流动比率为1.19倍,速动比率为0.96倍,



短期偿债能力同比有所提升。2014年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 6.87 倍，同比有所提升。房地产业务由于前期预售比例较大，加之上网电价下调和发电量减少，公司经营性净现金流同比有所减少，对债务的保障程度有所下降，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，以及环保电价的提升，公司经营将保持稳定。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 2016 年 1 月 22 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2012 年 3 月发行的 5 年期 4 亿元“12 恒运 MTN1”、于 2013 年 8 月发行的 5 年期 4.8 亿元“13 恒运 MTN001”和于 2014 年 9 月发行的 5 年期 5 亿元“14 恒运 01”利息均已按期兑付，于 2015 年 8 月发行的 366 日 4.5 亿元“15 恒运 CP001”和于 2015 年 7 月发行的 5 年期 5 亿元“15 恒运债”尚未到还本付息日。

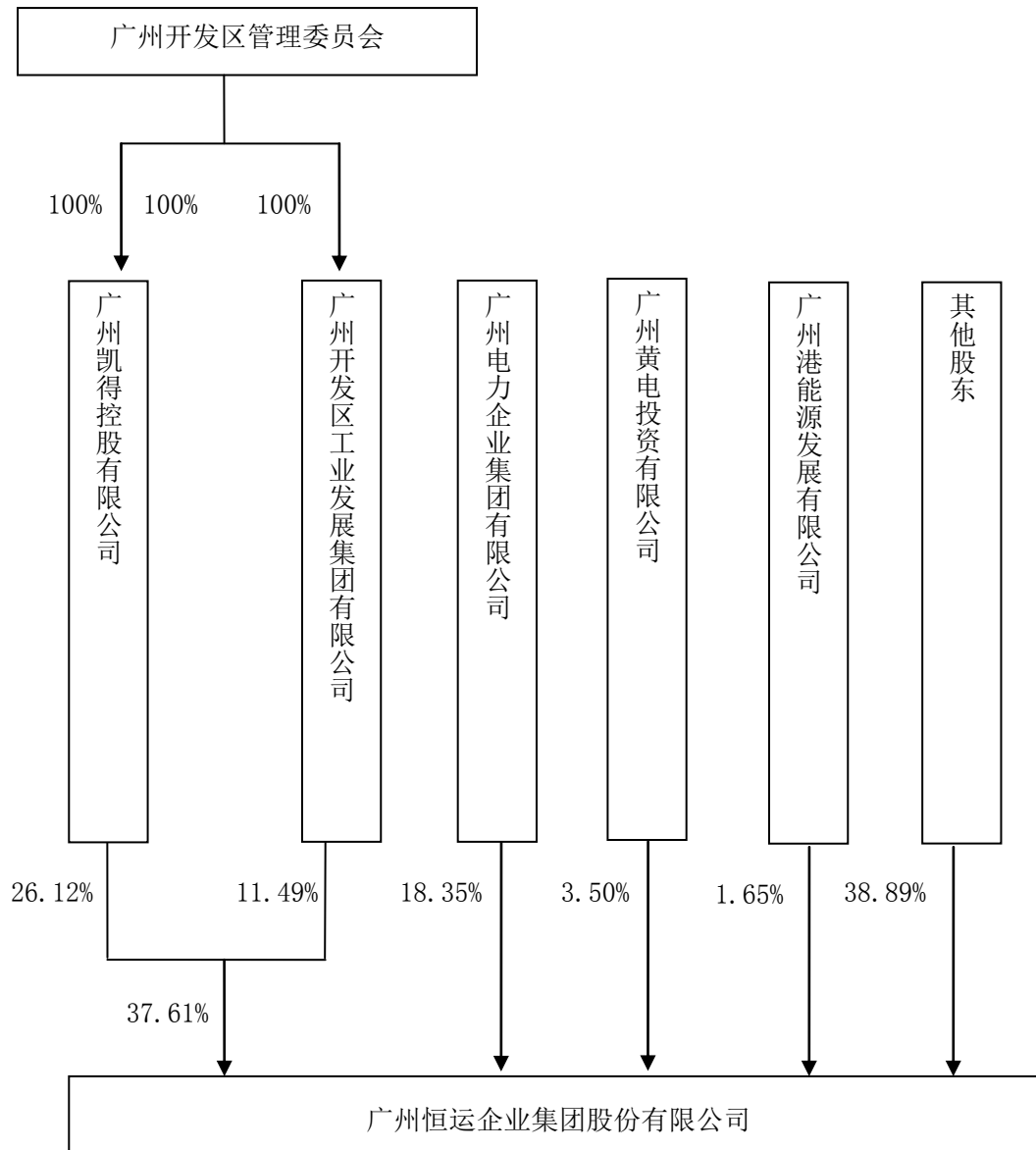
## 结论

2015 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。公司仍是广州市属国有控股的重点电力生产的上市企业，装机规模较大，毛利率保持较高水平，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，公司发电业务收入继续减少，房地产业务未来发展存在不确定性，经营性净现金流同比有所减少。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“15 恒运 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

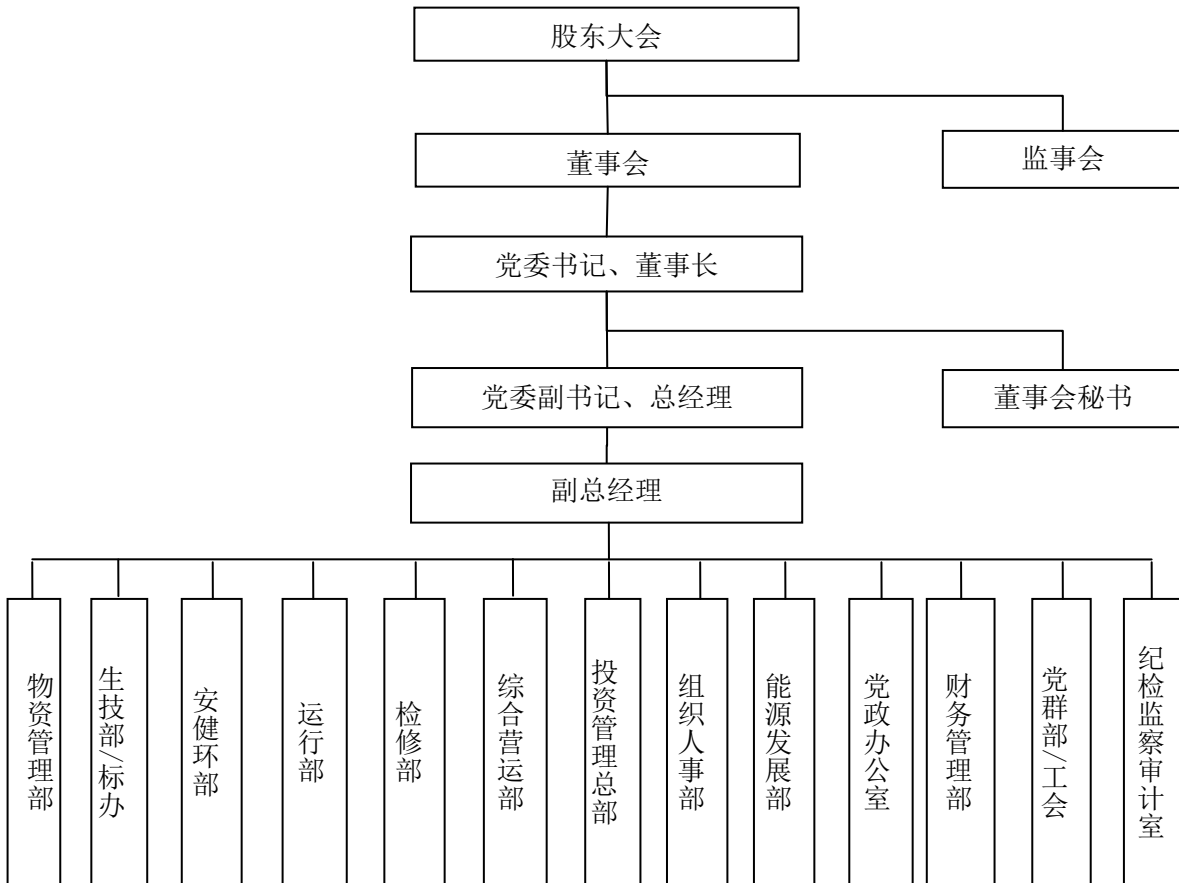


附件1 截至2015年9月末广州恒运企业集团股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2015 年 9 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 1~9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>资产类</b>				
货币资金	193,759	141,273	141,280	120,998
应收账款	18,649	19,158	30,428	31,981
存货	54,292	61,388	143,887	127,666
流动资产合计	277,795	228,208	336,189	307,804
长期股权投资	189,888	164,220	154,967	123,211
固定资产	304,528	308,971	320,225	336,915
递延所得税资产	13,720	14,858	7,759	3,428
非流动资产合计	538,102	521,109	502,602	481,821
总资产	815,897	749,317	838,792	789,625
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	23.75	18.85	16.84	15.32
应收账款	2.29	2.56	3.63	4.05
存货	6.65	8.19	17.15	16.17
流动资产合计	34.05	30.46	40.08	38.98
长期股权投资	23.27	21.92	18.48	15.60
固定资产	37.32	41.23	38.18	42.67
递延所得税资产	1.68	1.98	0.93	0.43
非流动资产合计	65.95	69.54	59.92	61.02
<b>负债类</b>				
短期借款	56,200	41,500	125,000	155,200
应付票据	54,800	0	0	22,065
应付账款	39,982	54,270	41,496	15,781
预收款项	11,430	12,781	191,863	157,710
其他应付款	2,325	4,159	3,612	4,183
一年内到期的非流动负债	3,750	56,800	4,000	82,000
流动负债合计	45,160	238,119	384,681	451,458
长期借款	10,750	20,225	90,350	46,750
应付债券	187,251	137,487	87,792	39,900
非流动负债合计	203,661	163,421	182,955	91,409
负债合计	436,987	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	2015年1~9月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
占负债总额比(%)				
短期借款	12.86	10.34	22.02	28.59
应付票据	12.54	0.00	0.00	4.06
预收款项	2.62	3.18	33.80	29.05
一年内到期的非流动负债	0.86	14.15	0.70	15.10
其他流动负债	10.33	11.22	0.01	0.01
流动负债合计	53.39	59.30	67.77	83.16
长期借款	2.46	5.04	15.92	8.61
应付债券	42.85	34.24	15.47	7.35
非流动负债合计	46.61	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	89,954	91,528	118,406	124,401
盈余公积	26,303	26,303	23,840	21,469
未分配利润	148,879	127,390	75,584	49,330
归属于母公司所有者权益	343,991	313,729	252,085	229,454
少数股东权益	34,919	34,047	19,071	17,304
股东权益合计	378,910	347,777	271,156	246,758
损益类				
营业收入	175,112	439,447	328,064	314,396
营业成本	117,900	296,140	229,562	241,406
管理费用	11,569	16,493	15,242	14,818
财务费用	11,946	17,395	19,065	20,978
投资收益	17,856	11,466	3,327	7,485
营业利润	47,752	95,758	59,078	39,776
利润总额	47,703	90,077	52,395	39,711
净利润	39,914	79,306	37,275	29,464
占营业收入比(%)				
营业成本	67.33	67.39	69.97	76.78
管理费用	6.61	3.75	4.65	4.71
财务费用	6.82	3.96	5.81	6.67
投资收益	10.20	2.61	1.01	2.38
营业利润	27.27	21.79	18.01	12.65
利润总额	27.24	20.50	15.97	12.63
净利润	22.79	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 1~9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	17,230	49,529	139,900	168,735
投资活动产生的现金流量净额	-9,179	-15,788	-46,429	-47,136
筹资活动产生的现金流量净额	21,475	-33,430	-70,978	-55,801
<b>财务指标</b>				
EBIT	61,280	108,981	72,763	61,575
EBITDA	-	129,793	93,852	82,494
总有息负债	357,751	300,991	307,142	345,915
毛利率 (%)	32.67	32.61	30.03	23.22
营业利润率 (%)	27.27	21.79	18.01	12.65
总资产报酬率 (%)	7.51	14.54	8.67	7.80
净资产收益率 (%)	10.53	22.80	13.75	11.94
资产负债率 (%)	53.56	53.59	67.67	68.75
债务资本比率 (%)	48.56	46.39	53.11	58.37
长期资产适合率 (%)	108.26	98.10	90.35	70.19
流动比率 (倍)	1.19	0.96	0.87	0.68
速动比率 (倍)	0.96	0.70	0.50	0.40
保守速动比率 (倍)	0.83	0.59	0.37	0.27
存货周转天数 (天)	132.46	124.77	212.93	172.93
应收账款周转天数 (天)	29.15	20.31	34.24	37.42
经营性净现金流/流动负债 (%)	7.31	15.91	33.46	45.75
经营性净现金流/总负债 (%)	4.11	10.22	25.20	34.79
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.27	2.62	6.72	6.62
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.51	5.77	3.50	2.42
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	6.87	4.51	3.24
现金比率 (%)	83.04	59.33	36.73	26.80
现金回笼率 (%)	114.42	69.42	128.55	163.05
担保比率 (%)	0.35	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<sup>6</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>7</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>6</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>7</sup> 前三季度取 270 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 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。



## 附件 6 短期债券信用等级符号和定义

- A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
- A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。
- A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
- B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。
- C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。
- D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。