

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】211 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”、“15 恒运债”和“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，“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”和“15 恒运债”的信用等级维持 AA，“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

二〇一六年六月七日

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】211 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
15 恒运债	5	5	AA	AA
15 恒运 CP001	4.5	1	A-1	A-1

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	89.19	83.72	74.93	83.88
所有者权益	39.94	39.48	34.78	27.12
营业收入	4.45	22.26	43.94	32.81
利润总额	1.18	5.87	9.01	5.24
经营性净现金流	2.43	2.59	4.95	13.99
资产负债率(%)	55.22	52.85	53.59	67.67
债务资本比率(%)	50.10	47.95	46.40	53.11
毛利率(%)	29.59	31.90	32.61	30.03
总资产报酬率(%)	1.87	9.13	14.54	8.67
净资产收益率(%)	2.69	12.42	22.80	13.75
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	5.04	1.46	2.62	6.72
经营性净现金流/总负债(%)	5.20	6.14	10.22	25.20

注：2016 年 3 月财务数据未经审计。

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

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经营环境，公司装机容量在当地仍较大，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“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”和“15 恒运债”信用等级维持 AA，“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 年以来广东省电力缺口仍较大，广州开发区工业基础良好，公司仍面临良好的经营环境；
- 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；
- 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。

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；
- 受房地产项目储备较少影响，公司收入和利润同比大幅减少，房地产业务未来发展存在一定的不确定性。

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、准确性、完整性和及时性不作任何明示、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2016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（以下简称“广州凯得”）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。

2015年，公司新设立全资子公司广州恒运综合能源销售有限公司，并由子公司西区热力公司和东区热力公司分别出资35%和15%设立三级子公司广州恒运分布式能源发展有限公司。截至2015年末，公司纳入合并范围的公司共10家，其中二级子公司8家（详见表1），可控装机容量为108万千瓦，分别为2×21万千瓦和2×33万千瓦脱硫脱硝燃煤机组。

表1 截至2015年末公司纳入合并范围的二级子公司情况（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	5,500.00	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
广州恒运热力有限公司	西区热力公司	100.00	2,046.00	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
广州恒运综合能源销售有限公司	能源销售公司	100.00	22,000.00	工业

数据来源：根据公司提供资料整理

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 恒运 MTN1	4	2012. 03. 15~2017. 03. 15	偿还银行贷款和补充营运资金	已按募集资金要求全部使用完毕
13 恒运 MTN001	4. 8	2013. 08. 12~2018. 08. 12		
14 恒运 01	5	2014. 09. 18~2019. 09. 18		
15 恒运债	5	2015. 07. 28~2020. 07. 28		
15 恒运 CP001	4. 5	2015. 08. 31~2016. 08. 31		

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，经济处于下行趋势，财税增收困难进一步加大，2015 年主要经济指标增速继续放缓，部分指标出现下降，未来短期内我国经济下行压力仍较大，长期来看经济将稳定增长，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段我国传统制造业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2015 年，我国实现 GDP67.67 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，持续下降，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比下降 2.2 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比名义增长 10.0%，较 2014 年的 15.7% 降幅明显，其中房地产开发投资仅增长 1.0%。此外，近年来国际国内需求增长减慢，2015 年，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 7.0%。2015 年，全国公共财政预算收入同比增长 8.4%，增速较上年有所下滑，政府性基金收入同比下降 21.8%。2016 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 6.7%，较上年同期下降 0.3 个百分点；全国公共财政预算收入 3.89 万亿元，同比增长 6.5%，增速较去年同期增加 2.6 个百分点；政府性基金预算收入为 0.90 万亿元，同比增长 4.6%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，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。2015 年底的中央经济工作会议指出，结构性改革将是 2016 年经济工作的重心，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是工作的五大任务，国家将继续通过金融、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。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

受宏观经济增速放缓、产业结构调整以及工业转型升级等因素影响，2015 年全社会用电量增速进一步回落；在电力需求增幅下降、清洁能源装机占比增加等因素影响下，火电机组利用小时数继续下降；但上网电价下调对火电企业盈利能力产生一定影响

2015 年，受工业生产下行、产业结构调整以及工业转型升级等宏观经济因素影响，我国全社会用电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点，第二产业用电量同比下降 1.4%，出现 40 年首次负增长；同期，全国新增发电装机容量 1.4 亿千瓦，创年度投产规模历史最高水平，其中对清洁能源类电源投资建设力度继续增强，火电装机占比由 2014 年末的 67.4% 进一步下降至 65.7%。机组利用小时数方面，2015 年全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,969 小时，同比下降 349 小时，为 35 年以来的最低水平；其中，受电力需求增速放缓、新能源装机比重不断提高等因素影响，火电 4,329 小时，同比下降 410 小时。2016 年 1~3 月，受气温偏低等因素影响，全社会用电量增速同比提高 2.4 个百分点；全国规模以上电厂发电量 13,551 亿千瓦时，同比增长 1.8%，增速同比提高 1.9 个百分点；同期，发电设备平均利用小时数 886 小时，同比降低 74 小时，其中火电设备利用小时数同比降低 108 小时。

2015 年末，秦皇岛港山西优混平仓价下滑至 370 元/吨，煤价仍维持低位，火电企业盈利能力有所提升。同时，由于上游煤炭市场持续不景气，触发煤电联动机制。2015 年 4 月，国家发改革委《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》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；工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。2015 年 12 月，根据国家发改委《关于燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》，2016 年 1 月 1 日起，全国燃煤火电上网电价平均下调 3 分/千瓦时。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，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。

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 年以来广东省电力缺口仍较大，广州开发区工业基础良好，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。

2015 年广东省 GDP 达 72,812.55 亿元，同比增长 8.0%，国民经济保持快速增长，经济总量仍排在全国第一位；受工业用电量增速放缓影响，全社会用电量 5,310.69 亿千瓦时，同比增长 1.4%，增速同



比降低 8.0 个百分点；发电量 3,869.79 亿千瓦时，同比增长 1.0%，电力缺口为 1,440.90 亿千瓦时，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。

广州市作为广东省的省会，经济实力很强，2015 年广州市实现地区生产总值 18,100.41 亿元，同比增长 8.4%；三次产业结构为 1.26:31.97:66.77，第三产业仍占据主导地位。同期，广州市一般公共预算收入 1,349.09 亿元，同比增长 8.5%；工业增加值 5,246.07 亿元，同比增长 6.9%；固定资产投资 5,405.95 亿元，同比增长 10.6%；全年社会消费品零售总额 7,932.96 亿元，同比增长 11.0%。

2015 年，广州开发区（黄浦区）实现 GDP2,878 亿元，同比增长 8.3%，在广州市 GDP 中占比为 15.9%，在广州市各区排名第二；一般公共预算收入 149 亿元、工业总产值 7,036 亿元、固定资产投资 790 亿元，经济实力仍较强。广州开发区主要产业为电子、汽车和化工，2015 年，三大产业完成工业总产值 4,662 亿元，占全区工业总产值的 66%，同比提高 6 个百分点，工业基础良好，为公司工业供热提供良好的需求环境。

总体来看，热电联产行业未来发展空间很大，广东省电力缺口仍较大，省内电力企业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同比大幅减少，导致营业收入大幅减少；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；盈利能力较强的房地产业务占比缩小，毛利率同比小幅下滑

公司主要从事电力、热力的生产和销售业务。2015 年，由于公司房地产存量项目较少，房地产销售收入同比大幅减少，营业收入同比减少 49.35%，毛利润同比减少 50.46%。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，2015 年公司发电业务收入继续减少。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。公司已完工的房地产项目主要于 2014 年完成收入确认，新建项目尚在筹建阶段，导致 2015 年房地产业务在营业收入中占比下降至 8.30%，同比降低 35.15 个百分点。公司其他业务主要为房租、粉煤灰销售等，在收入和利润中占比较小。

从毛利率来看，2015 年公司毛利率同比降低 1.71 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，盈利情况良好；另一方面，2015 年以来毛利率较高的房地产业务收入结转规模同比大幅减少，在营业收入中的占比显著降低。

2016 年 1~3 月，公司营业收入同比减少 19.89%，主要受发电量和供热量同比有所减少，以及未确认房地产业务收入影响；毛利率同

比降低 1.41 个百分点，主要受房地产板块无收入影响。

项目	2016 年 1~3 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.45	100.00	22.26	100.00	43.94	100.00	32.81	100.00
发电业务	3.61	81.24	17.01	76.41	21.15	48.14	25.00	76.22
供热业务	0.63	14.17	2.47	11.10	2.79	6.35	2.95	8.99
房地产业务	0.00	0.00	1.85	8.30	19.09	43.45	3.98	12.14
其他业务	0.20	4.60	0.93	4.19	0.91	2.07	0.87	2.65
毛利润	1.32	100.00	7.10	100.00	14.33	100.00	9.84	100.00
发电业务	1.17	88.84	5.54	78.01	6.40	44.68	7.43	75.53
供热业务	0.05	3.69	0.37	5.24	0.44	3.09	0.43	4.42
房地产业务	0.00	0.00	0.87	12.20	6.91	48.25	1.31	13.35
其他业务	0.10	7.47	0.32	4.56	0.57	3.98	0.66	6.71
毛利率	29.59		31.90		32.61		30.03	
发电业务	32.36		32.56		30.27		29.71	
供热业务	7.71		15.05		15.86		14.74	
房地产业务	-		46.89		36.21		32.97	
其他业务	48.04		34.70		62.86		75.86	

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司收入和毛利率受房地产板块波动影响较大。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，可控装机容量在广州市地方燃煤机组中排名第二；2015 年以来公司发电量和发电机组利用小时数大幅下降，上网电价的下调将影响公司盈利能力

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二¹。2015 年，公司 4 台机组均完成“超洁净排放”²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 2015 年末，公司实现连续安全运行 3,136 天，并被评为“广州市安全文化建设示范单位”第一名；2015 年，公司脱硫、脱硝、节能等方面获得政府专项财政补助资金累计 1,148.92 万元。

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。

2015年以来,公司上网电价多次调整。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),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,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),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;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,上网电价下调压力将有所减轻。

表4 2013~2015年及2016年1~3月公司主要经营状况及经济技术指标

项 目	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
发电量(亿千瓦时)	9.76	43.27	51.16	58.62
上网电量(亿千瓦时)	9.04	40.19	47.56	54.56
上网电价(元/千千瓦时)	467.53	495.14	520.42	536.09
机组利用小时数(小时)	904	4,158	5,015	5,747
入炉标煤单价(元/吨)	574.93	623.40	741.51	857.25
综合供电煤耗(克/千瓦时)	322.05	329.36	334.29	330.26
火电单位发电成本(元/千瓦时)	0.2692	0.2846	0.3123	0.3219

数据来源:根据公司提供资料整理

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。2015年,公司共采购煤炭209.18万吨,同比减少17.34%,煤炭采购平均价格为377.06元/吨,同比降低16.85%。

截至2015年末,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1.37亿元,预计2016年下半年完工。公司继续推进60万千瓦超超临界燃煤机组的立项和可研工作。

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 年供热量有所减少

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，2015 年公司供热量较同比有所减少，主要是受下游工业用热量减少影响。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 5 2012~2015 年公司热力业务情况

项 目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 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）	163.67	169.33	167.09	152.85
其中：东区热力公司	98.74	100.28	101.69	90.10
西区热力公司	64.93	69.05	65.40	62.75
供热单价（元/吨，不含税）	150.95	164.76	176.41	200.79

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年末，东区热力公司拥有供热管网 25.01 千米，供热设备为 3 台 35t/h 和 2 台 75t/h 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 42 家。2015 年实现销售收入 1.52 亿元，净利润 241 万元。截至 2015 年末，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 $1.2 \pm 0.05\text{Mpa}$ ，拥有用户共 35 家。2015 年实现销售收入 0.97 亿元，净利润 278 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。

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。锦泽公司的锦泽园项目位于广州开发区，总用地面积为 13.35 万平方米，总建筑面积为 34.97 万平方米，分两期进行建设，其中，首期合计建设 25 栋商品住宅楼，于 2010 年



正式开工，并于 2011 年 12 月开始预售。截至 2015 年末，一期项目推出 1,687 套，已签合同 1,608 套，签约率 95%，累计回款 25.07 亿元，2015 年确认收入 0.92 亿元，已完工未结算，正在办理确权手续；锦泽园二期拟建设 2 栋商品住宅楼，已取得相关建设工程规划许可证，已完成户型设计变更手续，正在办理总包招标工作，预计于 2016 年下半年开工，并于 2018 年 5 月完工。壹龙公司主要负责开发公司通过招拍挂取得的一宗商务金融用地土地使用权，截至 2015 年末，该项目正在进行相关招标准备工作，预计 2016 年下半年开始施工。公司所开发地块均处于广州开发区，仍面临刚性需求，但房地产业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。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。广州证券本次增资扩股事项已于 2016 年 1 月 15 日完成工商登记变更取得新营业执照。截至 2016 年 3 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%。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。

整体来看，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；参股企业具有一定的不稳定性。

公司治理与管理

截至 2016 年 3 月末，公司股本总额为 685,082,820 股，广州凯得是公司的控股股东，持股 26.12%，公司实际控制人为广州开发区管委会。

公司作为广州区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，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2015 年及 2016 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 2015 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。广州恒运分布式能源发展有限公司是公司

于 2015 年度新设立的全资子公司，纳入合并范围。2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

资产质量

2015 年以来，随着公司追加对广州证券的投资，长期股权投资同比有所增加，资产规模同比小幅增加，非流动资产占比仍较大

截至 2015 年末，公司总资产同比增长 11.73%，占比较高的非流动资产继续逐年增长，公司追加对广州证券的投资导致长期股权投资同比有所增加。公司资产结构仍以非流动资产为主，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 年末，货币资金同比有所减少，但仍保持较高水平；应收账款仍主要是广州供电局有限公司的未结电费，占比为 71.75%；存货主要是锦泽园二期和壹龙大厦项目的开发成本，以及部分锦泽园一期未结转的开发产品。2016 年 3 月末，公司流动资产同比有所增加。

表 6 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 3 月末		2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	89.19	100.00	83.72	100.00	74.93	100.00	83.88	100.00
流动资产	23.36	26.19	18.45	22.03	22.82	30.46	33.62	40.08
货币资金	14.38	16.13	10.44	12.47	14.13	18.85	14.13	16.84
应收账款	2.40	2.70	1.69	2.02	1.92	2.56	3.04	3.63
存货	5.62	6.30	5.41	6.46	6.14	8.19	14.39	17.15
非流动资产	65.83	73.81	65.28	77.97	52.11	69.54	50.26	59.92
长期股权投资	29.75	33.36	29.60	35.36	16.42	21.92	15.50	18.48
固定资产	29.89	33.51	30.14	36.00	30.90	41.23	32.02	38.18

公司非流动资产仍主要由长期股权投资和固定资产构成。2015 年末，长期股权投资同比大幅增加主要是由于公司参与广州证券的增资扩股所致，追加投资金额为 9.79 亿元，此外增加的还有权益法确认下的投资损益和其他综合收益，分别为 2.26 亿元和 1.55 亿元；固定资产仍主要为发电设备和房屋建筑物，随折旧计提同比略有减少；在建工程为 1.56 亿元，规模仍较小，包括长距离供热项目 1.16 亿元、化学水处理扩建工程锅炉补水系统 0.20 亿元和零星技改项目等。

截至 2016 年 3 月末，公司无资产受限情况。

2015 年以来，公司资产规模同比小幅增加，非流动资产占比仍较大。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长；一年以内到期的有息负债占比较高

2015 年末公司负债总额同比增长 10.19%，资产负债率继续降低，仍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、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。2015 年末，短期借款全部为银行信用借款；应付账款中，1 年内到期的占比 96.34%，账龄超过 1 年的主要是未到结算期的工程款；一年内到期的非流动负债均为一年内到期的长期借款；其他流动负债为公司于 2015 年 8 月发行的 4.5 亿元短期融资券“15 恒运 CP001”。2016 年 3 月末，公司短期借款较 2015 年末有所增加。

公司非流动负债仍主要是长期借款和应付债券，2015 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”、2014 年 9 月发行的 5 亿元公司债券“14 恒运 01”和 2015 年 7 月发行的 5 亿元公司债“15 恒运债”。2016 年 3 月末，公司非流动负债保持稳定。

表 7 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 3 月末		2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	29.48	59.86	24.48	55.32	23.81	59.30	38.47	67.77
非流动负债	19.77	40.14	19.77	44.68	16.34	40.70	18.30	32.23
负债总额	49.25	100.00	44.24	100.00	40.15	100.00	56.76	100.00
总有息债务	40.09	81.42	36.37	82.19	30.11	74.98	30.72	54.12
短期借款	15.55	31.58	12.65	28.59	4.15	10.34	12.50	22.02
应付票据	0.88	1.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	5.68	14.15	0.40	0.70
其他流动负债（短期融资券）	4.50	9.14	4.56	10.30	4.51	11.22	0.00	0.01
长期借款	0.43	0.86	0.43	0.96	2.02	5.04	9.04	15.92
应付债券	18.74	38.06	18.73	42.34	13.75	34.24	8.78	15.47
资产负债率	55.22		52.85		53.59		67.67	

2015 年末，公司有息负债规模及占比同比有所增长，以长期有息负债为主。截至 2016 年 3 月末，公司有息负债总额为 40.09 亿元，较 2015 年末继续增加，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 52.20%，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。

³ 2015 年 10 月末，火电行业平均资产负债率为 65.81%，数据来源：Wind 资讯。

表8 截至2016年3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	(3,4]年	(4,5]年	合计
金额	24.87 ⁴	0.43	4.80	5.00	5.00	40.09
占比	62.03	1.06	11.97	12.47	12.47	100.00

2015年末及2016年3月末，公司流动比率分别为0.75倍和0.79倍，速动比率分别为0.53倍和0.60倍，短期偿债能力同比有所提升；同期，长期资产适合率分别为90.76%和90.70%，长期资产对长期负债的覆盖程度同比有所降低。

2015年末及2016年3月末，公司所有者权益随未分配利润增加继续增长，分别为39.48亿元和39.94亿元。

截至2016年3月末，公司对外担保为锦泽公司为购房者提供的担保1,463万元，担保比率为0.37%。

综合来看，公司负债规模和有息负债规模有所增加，一年以内到期有息负债占比较高。

盈利能力

2015年，受上网电价下调和房地产项目储备较少影响，公司营业收入同比大幅减少，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

2015年，公司营业收入受上网电价下调和房地产项目储备较少影响，同比减少49.35%，毛利率同比降低0.71个百分点，盈利能力仍较强，毛利率维持在行业较高水平⁵。

表9 2013~2015年及2016年1~3月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
营业收入	4.45	22.26	43.94	32.81
营业成本	3.13	15.16	29.61	22.96
期间费用	0.83	3.05	3.44	3.59
管理费用	0.39	1.43	1.65	1.52
财务费用	0.44	1.54	1.74	1.91
投资收益	0.77	2.35	1.15	0.33
营业利润	1.18	5.83	9.58	5.91
利润总额	1.18	5.87	9.01	5.24
净利润	1.07	4.90	7.93	3.73
毛利率	29.59	31.90	32.61	30.03
总资产报酬率	-	9.13	14.54	8.67
净资产收益率	2.69	12.42	22.80	13.75

⁴ 公司于2012年4亿元中期票据将于2017年3月15日到期，尚未转入2016年1~3月财务报表中的一年内到期的非流动负债。

⁵ 2015年1~10月，火电行业平均毛利率23.92%，数据来源：Wind资讯。

2015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，其中管理费用同比略有减少，财务费用降低主要受益于公司融资成本降低；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9.10亿元，同比增长86.75%，导致公司投资收益同比有所增加。

2015年，公司盈利水平同比有所回落，利润总额和净利润分别同比减少34.87%和38.17%，总资产报酬率和净资产收益率均同比有所下滑。

2016年1~3月，公司营业收入同比减少19.89%，毛利率同比降低1.41个百分点，利润总额和净利润分别同比减少17.26%和10.76%。

综合而言，公司营业收入同比大幅减少，盈利能力仍较强，毛利率仍维持在行业较高水平，主要受上网电价下调和房地产项目储备较少影响；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

2015年，受房地产开发周期影响，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，一方面，受子公司锦泽公司对外预售房款减少的影响，公司经营性净现金流减少较多；另一方面，2015年上网电价下调对公司电费收入的不利影响也使经营性现金流入有所减少，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。2015年，由于公司参与广州证券增资扩股，投资性净现金流同比大幅减少；筹资性净现金流由净流出变为净流入。2015年，公司现金回笼率为111.82%，现金回笼率同比有所提高。

表 10 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元、%）

项目	2016年1~3月	2015年	2014年	2013年
经营性净现金流	2.43	2.59	4.95	13.99
投资性净现金流	-1.04	-10.80	-1.58	-4.64
筹资性净现金流	2.55	4.53	-3.34	-7.10
经营性净现金净流/流动负债	9.02	10.72	15.91	33.46
经营性净现金净流/总负债	5.20	6.14	10.22	25.20
经营净现金流利息保障倍数（倍）	5.04	1.46	2.62	6.72

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年末，随着公司追加对广州证券的投资，长期股权投资同比有所增加，资产规模同比小幅增加，非流动资产占比仍较大。有息负债规模有所增长；一年以内到期的有息负债占比较高。2015年，受上



网电价下调和房地产项目储备较少影响，公司营业收入同比有所减少，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。受房地产开发周期影响，公司经营性净现金流有所减少，未来存在一定的不确定性。由于房地产业务进入尾声，以及 2015 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

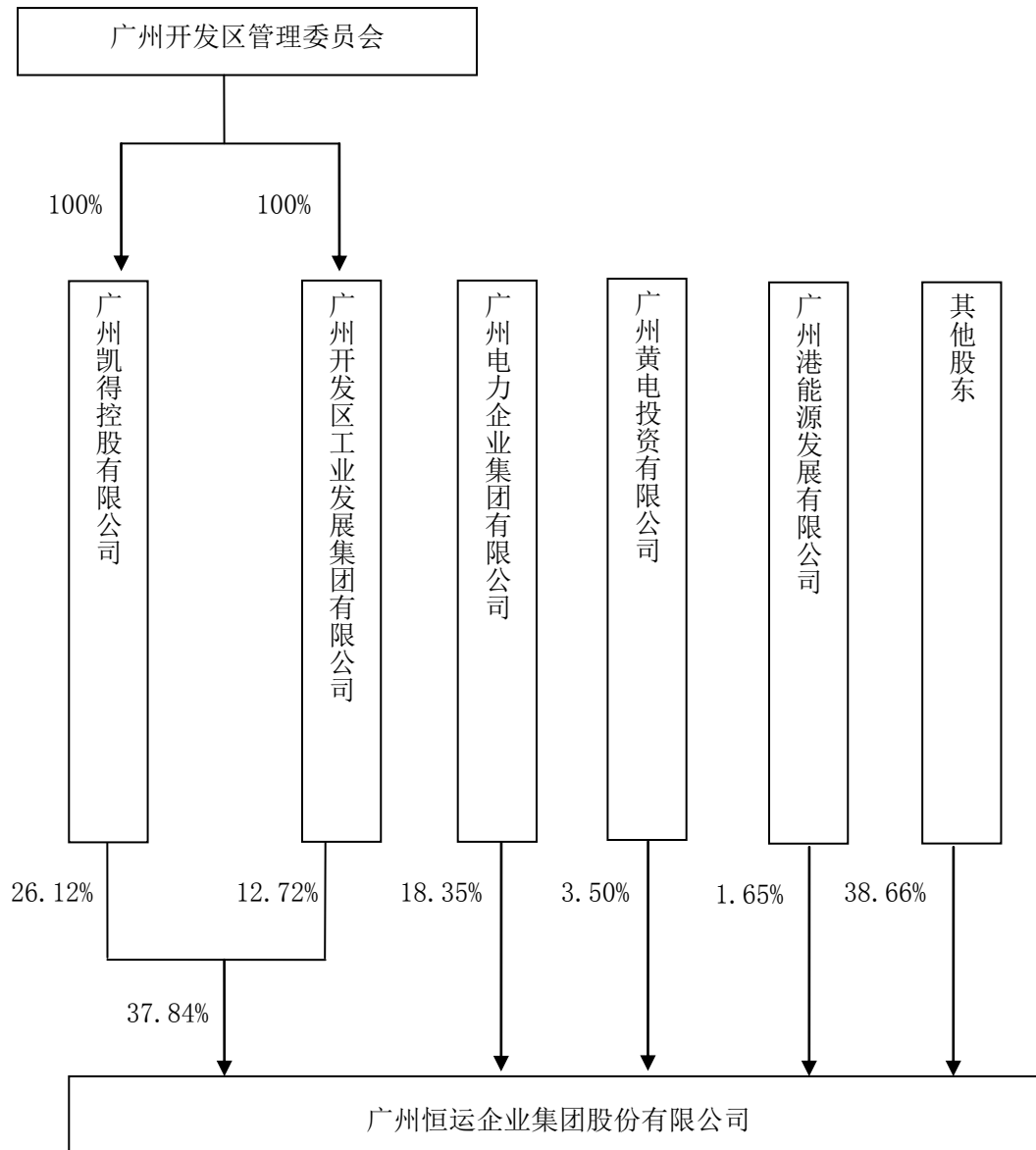
根据公司提供的企业信用报告（银行版），截至 2016 年 5 月 9 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2012 年 3 月发行的 5 年期 4 亿元“12 恒运 MTN1”、于 2013 年 8 月发行的 5 年期 4.8 亿元“13 恒运 MTN001”和于 2014 年 9 月发行的 5 年期 5 亿元“14 恒运 01”利息均已按期兑付，于 2015 年 8 月发行的 366 日 4.5 亿元“15 恒运 CP001”和于 2015 年 7 月发行的 5 年期 5 亿元“15 恒运债”尚未到还本付息日。

结论

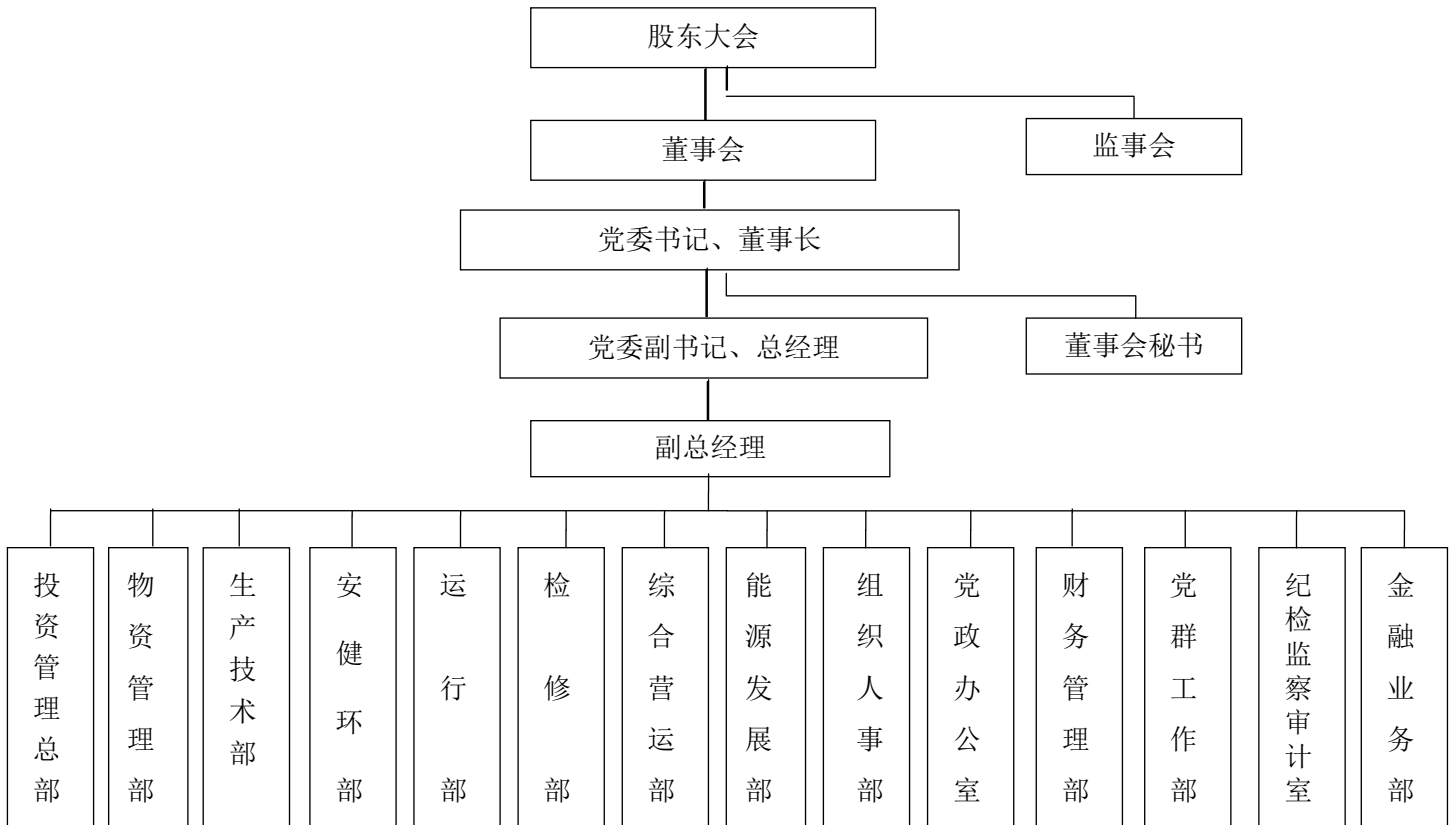
2015 年以来，热电联产行业仍属于国家和地方政府支持发展的行业，且广东省和广州市经济保持快速发展，公司仍面临良好的外部环境。公司仍是广州市属国有控股的重点电力生产的上市企业，且公司是广州开发区唯一的供热公司，供热业务仍具有区域专营优势。同时，公司发电业务收入继续减少，房地产业务未来发展存在不确定性。预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定运营。

综合分析，大公对公司“12 恒运 MTN1”、“13 恒运 MTN001”、“14 恒运 01”和“15 恒运债”信用等级维持 AA，“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2016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 2016 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	2016 年 1~3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	143,828	104,425	141,273	141,280
应收账款	24,043	16,887	19,158	30,428
存货	56,155	54,126	61,388	143,887
流动资产合计	233,587	184,451	228,208	336,189
长期股权投资	297,549	296,037	164,220	154,967
固定资产	298,888	301,376	308,971	320,225
递延所得税资产	12,948	12,839	14,858	7,759
非流动资产合计	658,280	652,787	521,109	502,602
总资产	891,867	837,238	749,317	838,792
占资产总额比 (%)				
货币资金	16.13	12.47	18.85	16.84
应收账款	2.70	2.02	2.56	3.63
存货	6.30	6.46	8.19	17.15
流动资产合计	26.19	22.03	30.46	40.08
长期股权投资	33.36	35.36	21.92	18.48
固定资产	33.51	36.00	41.23	38.18
递延所得税资产	1.45	1.53	1.98	0.93
非流动资产合计	73.81	77.97	69.54	59.92
负债类				
短期借款	155,503	126,500	41,500	125,000
应付账款	56,107	48,118	54,270	41,496
预收款项	5,122	2,644	12,781	191,863
其他应付款	2,583	2,542	4,159	3,612
一年内到期的非流动负债	0	0	56,800	4,000
其他流动负债	45,026	45,569	45,065	42
流动负债合计	294,798	244,776	238,119	384,681
长期借款	4,250	4,250	20,225	90,350
应付债券	187,415	187,333	137,487	87,792
非流动负债合计	197,670	197,671	163,421	182,955
负债合计	492,468	442,446	401,540	567,636

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	2016年1~3月 (未经审计)	2015年	2014年	2013年
占负债总额比 (%)				
短期借款	31.58	28.59	10.34	22.02
应付票据	1.78	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.39	10.88	13.52	7.31
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	14.15	0.70
其他流动负债	9.14	10.30	11.22	0.01
流动负债合计	59.86	55.32	59.30	67.77
长期借款	0.86	0.96	5.04	15.92
应付债券	38.06	42.34	34.24	15.47
非流动负债合计	40.14	44.68	40.70	32.23
权益类				
实收资本(股本)	68,508	68,508	68,508	34,254
资本公积	89,961	89,956	91,528	118,406
盈余公积	29,519	29,519	26,303	23,840
未分配利润	164,843	154,110	127,390	75,584
归属于母公司所有者权益	363,794	359,201	313,729	252,085
少数股东权益	35,604	35,590	34,047	19,071
股东权益合计	399,398	394,791	347,777	271,156
损益类				
营业收入	44,465	222,594	439,447	328,064
营业成本	31,309	151,596	296,140	229,562
管理费用	3,911	14,335	16,493	15,242
财务费用	4,372	15,436	17,395	19,065
投资收益	7,658	23,527	11,466	3,327
营业利润	11,786	58,256	95,758	59,078
利润总额	11,837	58,669	90,077	52,395
净利润	10,747	49,033	79,306	37,275
占营业收入比 (%)				
营业成本	70.41	68.10	67.39	69.97
管理费用	8.80	6.44	3.75	4.65
财务费用	9.83	6.93	3.96	5.81
投资收益	17.22	10.57	2.61	1.01
营业利润	26.51	26.17	21.79	18.01
利润总额	26.62	26.36	20.50	15.97
净利润	24.17	22.03	18.05	11.36

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	2016 年 1~3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	24,331	25,895	49,529	139,900
投资活动产生的现金流量净额	-10,396	-108,028	-15,788	-46,429
筹资活动产生的现金流量净额	25,468	45,286	-33,430	-70,978
财务指标				
EBIT	-	76,404	108,981	72,763
EBITDA	-	99,312	129,793	93,852
总有息负债	400,943	363,651	300,991	307,142
毛利率 (%)	29.59	31.90	32.61	30.03
营业利润率 (%)	26.51	26.17	21.79	18.01
总资产报酬率 (%)	-	9.13	14.54	8.67
净资产收益率 (%)	2.69	12.42	22.80	13.75
资产负债率 (%)	55.22	52.85	53.59	67.67
债务资本比率 (%)	50.10	47.95	46.39	53.11
长期资产适合率 (%)	90.70	90.76	98.10	90.35
流动比率 (倍)	0.79	0.75	0.96	0.87
速动比率 (倍)	0.60	0.53	0.70	0.50
保守速动比率 (倍)	0.49	0.43	0.59	0.37
存货周转天数 (天)	158.51	137.16	124.77	212.93
应收账款周转天数 (天)	41.42	29.15	20.31	34.24
经营性净现金流/流动负债 (%)	9.02	10.72	15.91	33.46
经营性净现金流/总负债 (%)	5.20	6.14	10.22	25.20
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.46	2.62	6.72
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	4.31	5.77	3.50
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	5.60	6.87	4.51
现金比率 (%)	48.79	42.66	59.33	36.73
现金回笼率 (%)	124.73	111.82	69.42	128.55
担保比率 (%)	0.37	0.81	0.00	23.84

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⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 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 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。