



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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

广州恒运企业集团股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】064 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“14 恒运 01”、“15 恒运债”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，“14 恒运 01”、“15 恒运债”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年五月二十八日



评定等级

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	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
14 恒运 01	5.0	3+2	AA	AA	2018.05
15 恒运债	5.0	3+2	AA	AA	2018.05

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.3	2018	2017	2016
总资产	97.66	103.04	91.99	91.86
所有者权益	43.20	42.40	42.15	42.84
总有息债务	44.06	50.34	39.98	37.71
营业收入	6.27	31.19	29.65	26.35
净利润	0.93	1.02	2.02	5.87
经营性净现金流	-0.09	4.23	5.01	8.45
毛利率	19.39	18.21	19.35	32.66
总资产报酬率	-	4.83	4.64	9.75
资产负债率	55.76	58.85	54.18	53.37
债务资本比率	50.49	54.28	48.68	46.81
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	3.49	3.67	6.35
经营性净现金流 / 总负债	-0.15	7.66	10.14	18.11

注: 公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表, 立信会计师事务所(特殊普通合伙)对 2018 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; 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

主要观点

广州恒运企业集团股份有限公司(以下简称“广州恒运”或“公司”)主要负责广州地区电力及热力供应, 是广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一。跟踪期内广东省经济继续稳定增长, 公司电力经营面临较好环境, 供热业务仍具有区域专营优势, 公司营业收入同比有所提高。同时, 公司综合业务毛利率有所下降, 有息负债规模仍很大, 债务结构以短期有息债务为主, 短期偿债压力很大。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 2018 年以来广东省经济保持稳定增长, 公司电力经营面临较好环境;
- 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, 是开发区唯一热源点, 仍具有区域专营优势;
- 2018 年, 受益于公司售电量以及供热量增加, 公司营业收入同比有所提高。

主要风险/挑战:

- 受公司部分电量参与市场化交易以及售电业务成本增加的影响, 公司综合业务毛利率同比小幅下降;
- 2018 年, 公司有息负债规模仍很大, 债务结构以短期有息债务为主, 短期偿债压力很大。

评级小组负责人: 唐 川

评级小组成员: 周永强 戚 旺

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，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。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公信用评级方法总论》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的广州恒运存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象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，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 恒运 01	5.0	5.0	2014.09.18~2019.09.18	偿还银行借款、补充流动资金	已按募集资金要求全部使用完毕
15 恒运债	5.0	1.0	2015.07.28~2020.07.28		

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

广州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。1994 年 1 月，公司在深圳证券交易所挂牌上市交易，股票代码“000531”；1995 年 4 月经广州开发区管委会批准，公司更为现名。截至 2018 年末，公司注册资本 6.85 亿元，广州开发区金融控股集团有限公司持股 26.12%，为公司的控股股东，广州开发区管委会为公司实际控制人。

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市政府指定的五个集中供热热源供应点之一，得到政府政策支持，仍具有一定区位优势。作为上市公司，公司按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等有关法律法规规章的要求，制定公司章程，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。公司目前设立了战略发展部、生产技术部、运营管理总部、财务管理部等多个部门，同时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。

2019 年，公司将坚持“立足主业，择业发展，创新发展，科学发展”战略，进一步做强做大电力、热力主业，积极拓展新能源、新材料、配售电、产业金融、房地产、园区开发等业务，在构筑“电力+X”的合理产业结构上实现新突破。公司一方面将继续积极发展能源、新能源、新材料及节能环保的投资建设，聚焦



NEM（新能源、新材料）产业发展创新，积极开展招商合作，积极应对重大转型发展机遇；另一方面，积极参与城市更新改造，着重推动主业、辅业协同发展。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 9 日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各类债务融资工具均按时偿付本息。

偿债环境

我国国民经济运行增速放缓、但整体而言经济继续表现良好；2018 年以来，电力市场化进程的推进将有利于推动发电成本的降低；但煤炭价格继续上涨，国内煤电企业采购成本居高不下，火电企业经营效益有所下滑。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。我国工业增加值首次突破 30.00 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。2018 年，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制

造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

2018 年全社会用电量增速显著回升，装机增速继续放缓，各类型发电设备利用小时同比均有所提高；在火电供给侧改革背景下，煤电政策措施不断升级，预计火电装机增速将进一步放缓，非化石能源装机占比将继续提升。

2018 年，我国全社会用电量实现较快增长，全国全社会用电量 6.84 万亿千瓦时，同比增长 8.5%，同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速；其中，第二产业用电量同比增长 7.2%，拉动全社会用电量增长 5.0 个百分点，高技术及装备制造业用电领涨，实现用电量同比增长 9.5%；第三产业用电量及城乡居民生活用电量同比分别增长 12.7% 和 10.3%。同期，全国装机增速继续放缓，为 6.5%，全国全口径发电装机容量 19.0 亿千瓦；其中，非化石能源发电装机容量 7.7 亿千瓦，占总装机容量的比重为 40.8%，同比增加 2.0 个百分点。利用小时数方面，全国发电设备平均利用小时为 3,862 小时，同比提高 73 小时；其中，火电 4,361 小时，提高 143 小时；水电 3,613 小时，提高 16 小时；并网风电和并网太阳能发电分别为 2,095 小时和 1,212 小时，同比分别提高 146 小时和 7 小时。

在全国火电供给侧改革目标下，国家严格控制煤电规划建设，火电新增装机不断下降；2018 年，全国新增煤电 2,903 万千瓦、同比少投产 601 万千瓦，为 2004 年以来的最低水平。根据“十三五”规划，“十三五”期间，我国计划取消和推迟煤电建设项目 1.5 亿千瓦以上，力争 2020 年全国煤电装机控制在 11 亿千瓦以内，非化石能源发电装机达到 7.7 亿千瓦左右，占比约 39%；围绕“十三五”规划，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、国家能源局（以下简称“能源局”）发布《关于促进我国煤电有序发展的通知》，采取“取消一批、缓建一批、缓核一批”措施。2018 年政府工作报告中指出，要淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组。2018 年，全国新增发电装机容量 1.2 亿千瓦、同比减少 605 万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机占新增总装机的 73.0%。随着全国能源结构的调整，非化石电源快速发展，非化石能源装机占比从 2014



年的 33.3%提高至 2018 年的 40.8%。

预计火电供给侧改革背景下，火电装机总量控制政策持续进行，随着投资额度下降，火电装机容量增速将进一步放缓，火电装机的占比将继续下降。

电力市场化进程的推进将有利于推动发电成本的降低；但煤炭价格继续上涨，国内煤电企业采购成本居高不下，火电企业经营效益有所下滑。

上网电价方面，自 2015 年 4 月电价平均每度下调 2 分以后，2016 年 1 月发改委再次下调全国燃煤发电上网电价约每度 3 分；2017 年 6 月 16 日，发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。各地专项基金征收标准不同，该政策实施相当于上调约 1 分钱的上网电价。但是，随着电力体制改革的逐步推进，发改委、能源局密集出台省级电改方案，《售电公司准入与退出管理办法》、《有序放开配电业务管理办法》、《电力中长期交易基本规则》等核心配套文件相继落地，2016 年以来各省份逐步放开了电力市场化交易，2018 年全年市场化电量达到 2.1 万亿/千瓦时，占全社会用电量比例 30%，比上年提高 4 个百分点，市场化交易电量规模进一步扩大。在火电行业产能过剩的背景下，发电企业参与市场竞争意愿不断增强，交易电量规模的扩大将对降低火电企业的发电成本提出更高的挑战。

煤价方面，自 2016 年下半年以来，受煤炭行业去产能超进度，叠加安全、环保等多方面因素影响，煤炭产量增加不足，电煤供应持续偏紧。2018 年，CECI5500 大卡综合价波动区间为 571~635 元/吨，各期价格均超过发改委《关于印发平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录的通知》（发改运行【2016】2808 号）规定的绿色区间（价格正常）上限，国内煤电企业采购成本居高不下，2018 年全年全国火电企业亏损面仍近 50%。截至 2019 年 2 月 13 日，环渤海动力煤平均价格指数为 572 元/吨。

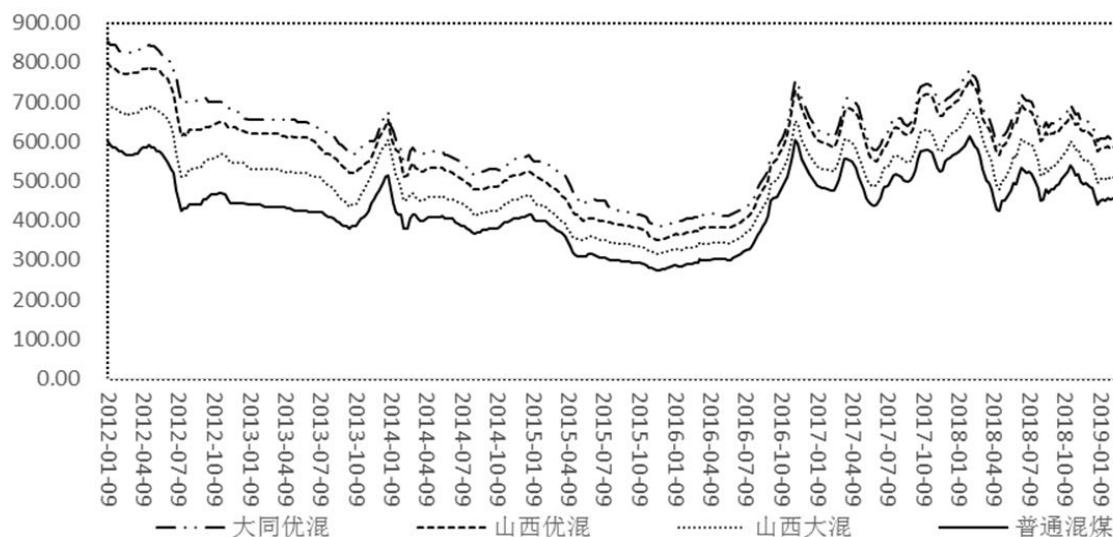


图 2 2012 年 1 月至 2019 年 1 月全国主要煤价变动情况（单位：元/吨）

数据来源：Wind

为稳定煤炭市场，缓解煤炭供需矛盾，《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》、《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》等文件的出台，要求高度重视煤炭中长期合同签订履行工作，鼓励支持更多签订 2 年及以上量价齐全的中长期合同，中央和各省区市煤炭及其他规模以上煤炭、发电企业集团签订的中长期合同数量，应达到自有资源量或采购量的 75% 以上，且合同一经签订必须严格履行，全年中长期合同履约率应不低于 90%。随着长协合同量占比的提高以及煤炭供需矛盾的逐步缓解，煤炭供应方面未来较 2018 年将相对宽松。

总体来看，电力市场化进程的推进将有利于推动发电成本的降低；但煤炭价格继续上涨，国内煤电企业采购成本居高不下，火电企业经营效益有所下滑。预计未来随着煤炭供需矛盾的逐步环境，煤炭供应方面较 2018 年将相对宽松。

财富创造能力

电力生产与销售业务仍是公司营业入和利润的主要来源，2018 年公司发电业务收入规模提高带动全年营业收入同比增长；受公司部分电量参与市场化交易影响，公司综合业务毛利率同比小幅下降。

电力生产与销售业务仍是公司营业收入和利润的主要来源，供热业务、房地产业务仍是公司营业收入的重要补充。受益于上网电量的提高，2018 年公司发电业务收入规模提高，带动营业收入同比增长 5.18%。

2018 年，公司实现电力业务收入 21.15 亿元，同比增长 3.87%，主要系公司上网电量均同比小幅增长所致；受益于公司供热量及供热单价同比均出现增长，供热业务营业收入 6.84 亿元，同比增长 8.03%。公司房地产业务仍主要由公司



下属公司广州锦泽房地产开发有限公司和广州壹龙房地产开发有限公司负责，2018 年房地产业务收入规模相对稳定。

表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	6.27	100.00	31.19	100.00	29.65	100.00	26.35	100.00
电力业务	4.37	69.38	21.15	67.81	20.36	68.67	19.87	75.41
供热业务	1.62	25.84	6.84	21.94	6.34	21.37	4.07	15.45
房地产业务	0.05	0.80	1.75	5.61	1.76	5.92	1.24	4.71
其他业务	0.23	3.99	1.44	4.63	1.20	4.05	1.17	4.44
毛利润	1.22	100.00	5.68	100.00	5.74	100.00	8.60	100.00
电力业务	0.68	55.74	2.76	48.63	3.08	53.68	6.54	76.05
供热业务	0.39	31.97	1.34	23.61	1.37	23.82	0.70	8.14
房地产业务	0.03	2.46	0.98	17.27	0.95	16.60	0.70	8.14
其他业务	0.12	9.84	0.60	10.49	0.34	5.90	0.66	7.68
毛利率	19.39		18.21		19.35		32.66	
电力业务	15.56		13.06		15.12		32.91	
供热业务	24.07		19.59		21.57		17.20	
房地产业务	55.69		56.00		54.24		56.45	
其他业务	52.17		41.29		28.22		56.41	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，受公司电力业务部分电量参与市场化交易，且交易电量占全部发电量比重较去年有所提升的影响，公司电力业务毛利率为 13.06%，同比下降 2.06 个百分点；公司供热业务毛利率为 19.59%，同比降低 1.98 个百分点，主要系燃煤价格提高所致。受上述业务毛利率变动影响，公司综合业务毛利率为 18.21%，同比下降 1.14 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 6.27 亿元，同比下降 8.61%，主要系平均上网电价下降所致；公司毛利率同比上升 4.71 个百分点，主要系燃煤价格同比下降较大，降低公司发电成本所致。

综合来看，电力生产与销售业务仍是公司营业收入和利润的主要来源，2018 年公司发电业务收入规模提高带动全年营业收入同比增长；受公司部分电量参与市场化交易影响，公司综合业务毛利率同比小幅下降。

（一）电力

2018 年，受益于机组利用率有所提高，公司上网电量同比增加；公司发电机组技术指标进一步优化，发电机组单位发电成本同比继续下降。

公司仍是广州开发区区属国有控股的重点电力生产企业，截至 2018 年末，公司可控装机容量仍为 108 万千瓦，装机容量稳定。受益于宏观经济稳定增长，



广州市用电需求小幅回暖，公司机组利用效率有所提高，2018 年发电机组利用小时数为 5,434 小时，同比增加 119 小时，受益于此，公司全年发电量和上网电量分别为 58.69 亿千瓦时和 54.32 亿千瓦时，均同比小幅增长。

表 3 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要经营状况及经济技术指标

项 目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
发电量（亿千瓦时）	13.01	58.69	57.41	51.43
上网电量（亿千瓦时）	12.06	54.32	53.30	47.69
上网电价（元/千千瓦时）	360.19	389.07	379.12	397.61
机组利用小时数（小时）	1,205	5,434	5,315	4,762
入炉标煤单价（元/吨）	862.47	907.00	902.63	694.69
综合供电煤耗（克/千瓦时）	320.66	320.37	324.96	327.80
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.3067	0.3201	0.3215	0.2747

数据来源：根据公司提供资料整理

上网电价方面，受公司市场交易电量电价有所提高影响，2018 年，公司机组平均上网电价 0.389 元/千瓦时，同比提高 0.010 元/千瓦时。受 2018 年煤炭价格持续高位影响，公司全年平均入炉标煤单价 907.00 元/吨，同比小幅提高。同期，公司发电机组技术指标进一步优化，全年综合供电煤耗 320.37 克/千瓦时，同比进一步下降；受益于此，公司发电机组单位发电成本下降到 0.320 元/千瓦时。

截至 2019 年 1~3 月，公司电力业务发电量 13.01 亿千瓦时，同比增长 3.91%；公司入炉标煤单价 862.47 元/吨，同比有所下降，带动公司综合业务毛利率同比提高 4.78 个百分点。

总体来看，公司仍是广州开发区区属国有控股的重点电力生产企业，2018 年，受益于机组利用率有所提高，公司上网电量同比增加；公司发电机组技术指标进一步优化，发电机组单位发电成本同比继续下降。

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，仍具有一定的区域专营优势；2018 年以来，受益于供热市场的不断拓展，公司供热量呈现积极增长趋势。

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，有一定的区域专营优势。公司下属子公司广州恒运东区热力公司和广州恒运西区热力公司负责广州开发区的集中供热业务。2018 年受益于供热价格的“煤热价格联动机制”，伴随煤价的提升供热电价进一步上涨到 196.47 元/吨，供热电价的上升有效缓解燃煤价所带来的成本压力。

随着公司对西区向东区长距离供热管道工程、东区向南岗片区集中供热管道工程、云埔一路至云城路供热管道工程等项目的继续开展，全年公司实现供热量



342.37 万吨，同比增加 5.64%。

综合来看，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，仍具有一定的区域专营优势；2018 年以来，受益于供热市场的不断拓展，供热业务营业收入进一步增长。

公司出售其广州证券全部股权，改持越秀金控股权，未来越秀金控股价的波动将会对公司的总资产和净资产产生一定影响。

根据公司于 2016 年 12 月 26 日发布的《广州恒运企业集团股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》、《广州恒运企业集团股份有限公司第八届董事会第十三次会议决议公告》等重大资产重组事宜的相关公告，广州恒运拟将其持有的广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）全部股权出售给广州证券控股股东广州越秀金融之控股股东广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“越秀金控”，股票代码 000987），交易方式为广州恒运向越秀金控出售其持有的广州证券全部股权，越秀金控向广州恒运以支付货币资金及发行股份的形式支付交易对价。经广东中联羊城资产评估有限公司对广州证券的全部股东权益进行评估，本次交易对价共计 46.80 亿元，其中股份对价 41.80 亿元，货币资金 5.00 亿元。

截至 2018 年 10 月 8 日，广州开发区管委会、广州市国资委、广东省国资委以及中国证监会均先后核准了本次交易，广州恒运已将持有的广州证券 24.48% 股权顺利过户至越秀金控名下，广州证券已就本次股权交割办理了工商变更登记手续，并取得了广州市工商行政管理局核发的《准予变更登记（备案）通知书》，广州恒运转持越秀金控 11.69% 股份，成为其第三大股东。至此，此次资产重组过户手续已办理完成。

交易完成后，广州恒运不再持有广州证券股权，不再对广州证券采用权益法核算；持有越秀金控股股权，其对价计入长期股权投资核算，未来越秀金控股价的波动将会对公司的总资产和净资产产生一定影响。



偿债来源

公司经营性净现金流规模较小，债务收入在偿债来源结构中的占比较大，仍是公司流动性偿债来源的主要构成；公司清偿性偿债来源仍主要为可变现资产，可变现资产中发电设备等固定资产规模较大，对公司债务偿付形成一定保障。

（一）盈利

2018 年以来，发电量及供热量增加带动营业收入同比增长；以财务费用和管理费用为主的期间费用占营业收入比重有所上升。

受益于发电量及供热量的提高，2018 年，公司实现营业收入 31.19 亿元，同比提高 5.18%；公司期间费用仍主要由财务费用和管理费用构成，同比增长 7.74%，主要系公司借款规模增加，导致公司财务费用提高，带动期间费用上升。同期，公司期间费用率 11.61%，同比小幅提高，但仍处于较低水平；投资收益 1.47 亿元，同比提高 133.33%，主要系公司处置对广州证券的长期股权投资获得投资收益 1.11 亿元所致。

表4 2016~2018年及2019年1~3月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	6.27	31.19	29.65	26.35
营业成本	5.05	25.51	23.92	17.75
期间费用	0.84	3.62	3.36	3.18
管理费用	0.34	1.41	1.47	1.40
财务费用	0.46	2.00	1.72	1.65
投资收益	0.31	1.47	0.63	2.42
营业利润	0.93	3.05	2.52	7.19
利润总额	0.93	3.14	2.49	7.19
净利润	0.80	1.02	2.02	5.87
毛利率	19.39	18.21	19.35	32.66
总资产报酬率	-	4.83	4.64	9.76
净资产收益率	1.85	2.42	4.80	13.71

数据来源：根据公司提供资料整理

受益于公司投资收益的大幅增长，2018 年全年营业利润、利润总额分别为 3.05 亿元和 3.14 亿元，均同比有所提高。但处置对广州证券的长期股权投资同样使公司所得税费用增加 1.46 亿元，受此影响，公司净利润同比大幅下降。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 6.27 亿元，同比下降 8.61%；毛利率同比上升 4.71 个百分点。同期，公司期间费用 0.84 亿元，同比提高 1.96 个百分点；受益于煤炭价格下降，公司分别实现营业利润和净利润 0.92 亿元和 0.80 亿元，同比均出现大幅提高。



整体来看，2018 年以来，发电量及供热量增加带动营业收入同比增长；以财务费用和管理费用为主的期间费用占营业收入比重有所上升。

（二）自由现金流

2018 年公司经营性净现金流规模受采购支出增加影响同比有所下降；投资性现金流由净流出转为净流入；经营性净现金流对公司负债的覆盖能力下降。

2018 年，公司经营性净现金流 4.23 亿元，同比减少 15.57%，主要受燃煤价格上涨，采购支出增加所致。公司投资性净现金流为 1.63 亿元，由净流出转为净流入，一方面，公司成功出售广州证券股权、换入越秀金控股权收到现金对价 5.00 亿元，另一方面，公司支付的对外股权投资金额同比有所下降，导致公司投资性净现金流由净流出转为净流入。

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-0.09 亿元，投资性净现金流为 0.04 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司在建项目主要包括中新知识城北起步区项目、零星技改项目等，在建工程计划总投资 4.80 亿元，已完成投资 1.20 亿元，尚需投资 3.60 亿元。整体来看，公司在建工程较少，预计未来，公司资本性支出规模一般，且公司电力业务现金获取能力较强，经营性现金净流入基本可以满足投资活动的资金需求。

表5 2016~2018年及2019年1~3月公司现金流概况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	-0.09	4.23	5.01	8.45
投资性净现金流	0.04	1.63	-6.40	-1.64
经营性净现金流/流动负债	-0.17	9.34	14.16	29.25
经营性净现金流/总负债	-0.15	7.66	10.14	18.11
经营净现金流利息保障倍数（倍）	0.04	1.86	2.68	0.87

数据来源：根据公司提供资料整理

总体而言，2018 年以来，公司经营性净现金流规模有所下降，对债务的保障能力有所下降；公司电力业务现金获取能力仍很强，经营活动净流入规模仍基本可以满足投资活动的资金需求。

（三）债务收入

公司融资渠道较为多元化，仍以银行借款和债券融资为主，债务融资能力较强，债务收入对缓解公司流动性压力贡献仍很大。

公司作为上市公司，融资渠道多元化，包括银行借款、债券融资、股权融资等方式。银行借款方面，公司资信状况优良，与国内主要银行保持着长期合作伙伴关系。截至 2018 年末，公司已获得各类银行授信额度合计 70.50 亿元，尚未使用的各类授信额度总额为 31.22 亿元。



债券融资方面，截至 2018 年末，公司已发行债券包括公司债券和中期票据等，债券品种较为多样。大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2018 年公司筹资性现金流流入 52.85 亿元，同比增长 117.33%，主要是公司新发账面价值 5.00 亿元的超短期融资券及增加融资借款所致，是公司可用偿债来源的主要组成部分。

表6 2016~2018年及2019年1~3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	9.43	52.85	24.32	17.91
借款所收到的现金	8.92	47.83	24.32	15.91
筹资性现金流出	15.60	46.15	26.25	20.27
偿还债务所支付的现金	15.20	42.54	22.34	18.03

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司筹资性现金流流出规模为 46.15 亿元，同比提高 75.84%，主要用于偿还债务及部分债券回售；偿还债务所支付的现金为 42.54 亿元，占全部筹资性现金流流出比重为 92.17%。

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建项目的持续投入，公司债务收入将保持增长，是债务偿还的重要来源。

（四）外部支持

政府补助方面，2018 年公司确认政府补助资金收入为 0.05 亿元，主要系用于技术改造项目以及作为项目专项资金的补助。同时，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，继续得到政府政策支持，具有一定的区域专营优势。

（五）可变现资产

公司资产仍以非流动资产为主，2018 年末资产规模有所增长；可变现资产主要以发电设备等固定资产为主，可变现价值较高。

截至 2018 年末，公司总资产 103.04 亿元，同比增长 12.01%。其中非流动资产 67.80 亿元，占总资产比重为 65.80%，占比有所下降，但公司资产仍以非流动资产为主。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2018 年末，公司货币资金为 24.75 亿元，同比大幅提高，主要是公司出售广州证券获得 5.00 亿元现金对价所致。公司应收账款仍以应收电费款为主；公司存货仍主要由锦泽园二期和壹龙大厦项目的开发成本以及发电所需燃煤构成，同比有所增长。

公司非流动资产主要由长期股权投资和固定资产构成。其中，长期股权投资主要是对越秀金控的股权投资；固定资产仍以机器设备以及房屋和建筑物为主，



截至 2018 年末，公司固定资产为 28.07 亿元，同比下降 7.48%。

表 7 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	97.66	100.00	103.04	100.00	91.99	100.00	91.86	100.00
流动资产	29.37	30.07	35.24	34.20	21.36	23.22	24.98	27.19
货币资金	18.01	18.44	24.75	24.03	11.58	12.59	14.88	16.20
应收账款	3.09	3.17	3.07	2.98	3.14	3.41	3.5	3.81
存货	6.11	6.25	6.23	6.05	5.86	6.37	6.07	6.61
非流动资产	68.30	69.93	67.80	65.80	70.63	76.78	66.89	72.81
长期股权投资	26.33	26.96	26.02	25.25	29.76	32.36	29.52	32.14
固定资产	30.02	30.74	28.07	27.24	30.34	32.99	32.48	35.35

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 1.92 亿元，包含为取得借款而进行的账面价值 1.28 亿元存货抵押，以及账面价值 0.64 亿元的货币资金保证金及贷款款项专用冻结金额；受限资产占总资产比重的 1.86%，占净资产比重的 4.53%。

表 8 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
存货	6.23	1.28	20.55
货币资金	24.75	0.64	2.59
合计	30.98	1.92	-

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司资产规模继续增长，预计未来 1~2 年，公司可变现资产规模稳定，资产结构仍以非流动资产为主。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流占比较小；但公司融资渠道通畅、外部支持力度稳定，可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2018 年，公司获得经营性净现金流 4.23 亿元，筹资活动现金流入 52.85 亿元，外部支持主要为政府支持。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金流、债务收入是其债务偿付的主要来源。公司清偿性偿债来源为可变现资产，2018 年末，公司可变现资产为 87.37 亿元。鉴于公司可变现资产以固定资产中的发电设备和房屋建筑物为主，资产质量相对较好，可变现价值较大，可对公司整体债务偿还形成有力保障。



偿债能力

截至 2018 年末，公司负债规模持续上升，有息负债规模仍很大，债务结构以短期有息债务为主，短期偿债压力很大；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大。

2018 年末，公司总负债为 60.64 亿元，规模同比增长 21.67%，负债结构仍以流动负债为主，且流动负债在总负债中占比持续上升。同期，公司资产负债率为 58.85%。

表 9 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末		2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28.74	52.76	34.39	56.72	23.91	47.97	16.69	34.04
一年内到期的非流动负债	5.54	10.17	5.48	9.04	4.80	9.63	4.00	8.16
其他流动负债	5.06	9.29	5.06	8.34	0.05	0.10	2.03	4.15
流动负债合计	47.56	87.34	53.13	87.62	37.48	75.20	33.27	67.86
长期借款	3.73	6.85	4.41	7.27	1.23	2.47	0.22	0.44
应付债券	1.00	1.84	1.00	1.65	9.99	20.04	14.77	30.12
非流动负债合计	6.90	6.90	7.50	7.50	12.36	12.36	15.76	15.76
负债合计	54.46	54.46	60.64	60.64	49.84	49.84	49.03	49.03
有息负债合计	44.06	44.06	50.34	50.34	39.98	39.98	37.71	37.71
资产负债率	55.76	55.76	58.85	58.85	54.18	54.18	53.37	53.37

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债中主要以短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款为主。截至 2018 年末，公司短期借款 34.39 亿元，同比增长 7.39%，全部为信用借款；公司一年内到期的非流动负债为 5.06 亿元，主要系公司 2014 年发行的 5.00 亿元公司债“14 恒运 01”转入所致；公司其他流动负债为 5.06 亿元，同比大幅提高，主要系公司于 2018 年 8 月 7 日发行的面值 5.00 亿元的“2018 年第一期超短期融资券”将于一年内到期。

公司非流动负债仍以长期借款和应付债券为主。截至 2018 年末，公司长期借款为 4.41 亿元，长期借款全部为信用借款；应付债券同比减少 8.99 亿元，主要系公司 2014 年发行的面值 5.00 亿元的“14 恒运 01”将在一年内到期，转入一年内到期的非流动负债，同时公司于 2015 年发行的公司债发生回售，回售金额 4.17 亿元所致。

截至 2018 年末，公司有息负债总额为 50.34 亿元，同比增加 25.91%。其中短期有息债务占总息债务的比重为 89.24%，短期偿债压力很大。同期，公司无对外担保。

**表 10 截至 2018 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 3]年	(3~5]年	合计
金额	44.93	3.46	1.95	50.34
占比	89.24	6.88	3.88	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 42.40 亿元和 43.20 亿元，所有者权益较为稳定。

总体来看，2018 年以来，公司负债规模持续上升，有息负债规模仍很大，债务结构以短期有息债务为主，存在一定的集中偿付压力；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，但对债务收入依赖较大。

公司流动性偿债来源以债务收入和经营性净现金流为主；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量保障能力强；盈利对公司利息的覆盖能力较高。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为固定资产、在建工程等可变现资产。

公司流动性偿债来源包括期初现金及现金等价物、未使用授信额度以及经营性净现金流等。2018 年，公司流动性来源为 47.80 亿元，流动性消耗为 28.71 亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.67 倍。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2018 年末可变现资产价值为 87.37 亿元，总负债为 60.64 亿元，无对外担保情况，可变现资产对总债务的覆盖率为 1.61 倍。

2018 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 3.31 倍，同比小幅下降；由于公司从事的电力业务盈利能力较强，EBITDA 对利息的保障水平整体较高。

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力较好，清偿性还本付息能力较强；稳定的经营性现金流预期和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；预计未来盈利能力将有所改善，带动公司最大安全负债数量扩大，公司总体偿债能力很强。

结论

综上所述，公司的抗风险能力很强。2018 年以来，国内经济环境及行业政策仍较好，信用供给仍较为旺盛。公司财富创造能力主要来自于电力业务，发电设备利用小时数较高，财富创造能力较强。公司流动性偿债来源较为充足，债务收入在偿债来源结构中的占比较大，仍是公司流动性偿债来源的主要构成，可变现资产中发电设备等固定资产规模较大，对公司债务偿付形成一定保障。同时公司综合业务毛利率有所下降，有息负债规模仍很大，债务结构以短期有息债务为



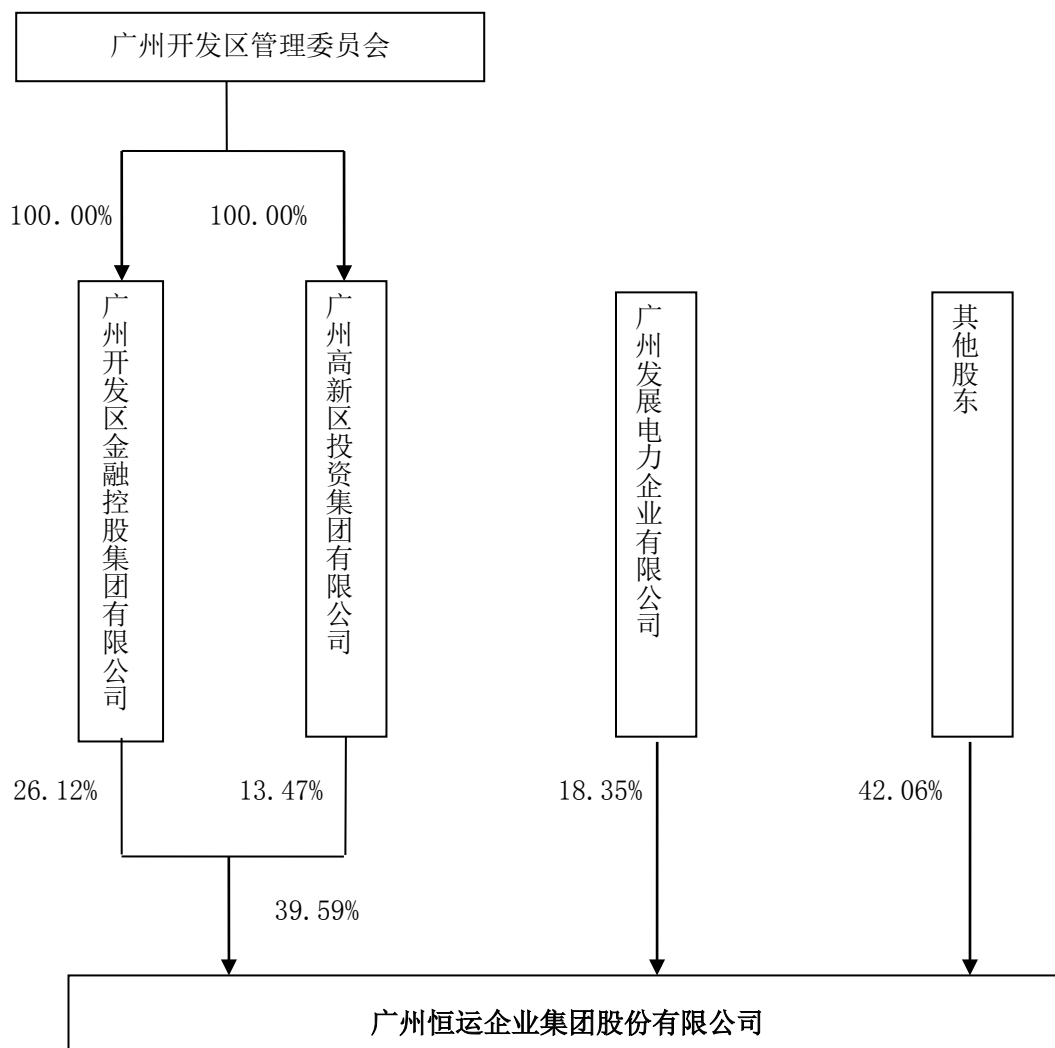
主，短期偿债压力很大。公司外部融资渠道通畅，可用偿债来源对存量债务的保障能力很强。

综合来看，大公对公司“14 恒运 01”、“15 恒运债”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



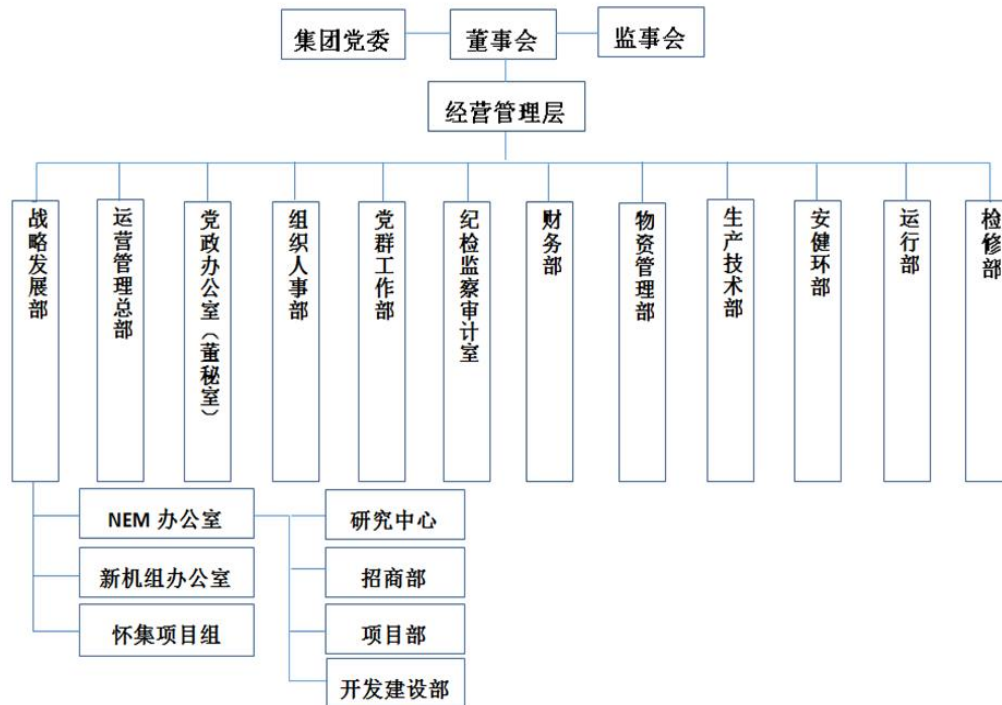
附件 1 公司治理

1-1 截至 2018 年末广州恒运企业集团股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2018 年末广州恒运企业集团股份有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年	2016 年
资产类				
货币资金	180,079	247,575	115,819	148,838
应收票据及应收账款	30,944	30,702	31,869	35,278
其中: 应收票据	510	114	473	318
应收账款	30,434	30,588	31,396	34,960
其他应收款	942	3,105	1,803	919
存货	61,087	62,349	58,583	60,729
流动资产合计	293,658	352,407	213,613	249,794
长期股权投资	263,307	260,160	297,625	295,250
固定资产净额	300,166	280,707	303,430	324,783
在建工程	19,456	32,218	9,699	4,503
非流动资产合计	682,966	677,992	706,257	668,852
总资产	976,623	1,030,398	919,870	918,646
占资产总额比 (%)				
货币资金	18.44	24.03	12.59	16.2
应收票据及应收账款	3.17	2.98	3.46	3.84
其中: 应收票据	0.05	0.01	0.05	0.03
应收账款	3.12	2.97	3.41	3.81
其他应收款	0.1	0.3	0.2	0.1
存货	6.25	6.05	6.37	6.61
流动资产合计	30.07	34.2	23.22	27.19
长期股权投资	26.96	25.25	32.36	32.14
固定资产净额	30.74	27.24	32.99	35.35
在建工程	1.99	3.13	1.05	0.49
非流动资产合计	69.93	65.8	76.78	72.81
负债类				
短期借款	287,355	343,909	239,060	166,903
应付票据及应付账款	48,469	52,871	54,019	63,232
其中: 应付票据	0	0	0	0
应付账款	48,469	52,871	54,019	63,232
其他应付款	8,951	6,093	3,318	2,458
一年内到期的非流动负债	55,375	54,834	47,981	40,000
其他流动负债	50,570	50,576	533	20,333



2-2 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年	2016 年
负债类				
流动负债合计	475,645	531,320	374,776	332,690
长期借款	37,296	44,096	12,290	2,175
应付债券	10,008	10,008	99,937	147,653
长期应付款	0	0	0	0
非流动负债合计	68,951	75,045	123,578	157,569
负债合计	544,596	606,365	498,354	490,260
占负债总额比 (%)				
短期借款	52.76	56.72	47.97	34.04
应付票据及应付账款	8.9	8.72	10.84	12.9
其中: 应付票据	0	0	0	0
应付账款	8.9	8.72	10.84	12.9
其他应付款	1.64	1	0.67	0.5
一年内到期的非流动负债	10.17	9.04	9.63	8.16
其他流动负债	9.29	8.34	0.11	4.15
流动负债合计	87.34	87.62	75.2	67.86
长期借款	6.85	7.27	2.47	0.44
应付债券	1.84	1.65	20.05	30.12
长期应付款	0	0	0	0
非流动负债合计	12.66	12.38	24.8	32.14
权益类				
实收资本(股本)	68,508	68,508	68,508	68,508
资本公积	89,098	89,098	89,726	89,961
盈余公积	38,757	38,757	33,369	32,761
未分配利润	202,492	194,582	198,627	197,938
归属于母公司所有者权益	399,892	391,982	390,375	392,795
少数股东权益	32,135	32,052	31,141	35,592
所有者权益合计	432,027	424,034	421,516	428,387
损益类				
营业收入	62,662	311,894	296,540	263,539
营业成本	50,509	255,101	239,172	177,474
营业税金及附加	799	5,499	5,464	5,984
销售费用	360	2,148	1,764	1,311
管理费用	3,409	14,087	14,673	13,972
财务费用	4,602	20,005	17,174	16,518
资产减值损失	-211	295	79	564



2-3 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年	2016 年
损益类				
投资收益	3,146	14,775	6,272	24,191
营业利润	9,296	30,549	25,203	71,906
营业外收支净额	-22	802	-311	-36
利润总额	9,274	31,351	24,893	71,870
所得税	1,281	21,106	4,653	13,133
净利润	7,993	10,245	20,240	58,737
占营业收入比 (%)				
营业成本	80.61	81.79	80.65	67.34
营业税金及附加	1.28	1.76	1.84	2.27
销售费用	0.57	0.69	0.59	0.5
管理费用	5.44	4.52	4.95	5.3
财务费用	7.34	6.41	5.79	6.27
资产减值损失	-0.34	0.09	0.03	0.21
投资收益	5.02	4.74	2.12	9.18
营业利润	14.84	9.79	8.5	27.28
营业外收支净额	-0.04	0.26	-0.1	-0.01
利润总额	14.80	10.05	8.39	27.27
所得税	2.04	6.77	1.57	4.98
净利润	12.76	3.28	6.83	22.29
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-877	42,294	50,104	84,454
投资活动产生的现金流量净额	382	16,298	-64,026	-16,357
筹资活动产生的现金流量净额	-61,736	66,963	-19,298	-23,685



2-4 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年	2016 年
主要财务指标				
EBIT	-	49,768	42,711	89,605
EBITDA	-	75,327	68,000	113,057
总有息债务	440,602	503,422	399,800	377,063
毛利率 (%)	19.39	18.21	19.35	32.66
营业利润率 (%)	14.84	9.79	8.50	27.28
总资产报酬率 (%)	-	4.83	4.64	9.75
净资产收益率 (%)	1.85	2.42	4.80	13.71
资产负债率 (%)	55.76	58.85	54.18	53.37
债务资本比率 (%)	50.49	54.28	48.68	46.81
长期资产适合率 (%)	73.35	73.61	77.18	87.61
流动比率 (倍)	0.62	0.66	0.57	0.75
速动比率 (倍)	0.49	0.55	0.41	0.57
保守速动比率 (倍)	0.38	0.47	0.31	0.45
存货周转天数 (天)	109.97	85.33	89.79	116.49
应收账款周转天数 (天)	44.27	35.84	40.28	35.41
经营性净现金流/流动负债 (%)	-0.17	9.34	14.16	29.25
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.15	7.66	10.14	18.11
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	1.86	2.68	0.87
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	2.19	2.29	0.93
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.49	3.67	6.35
现金比率 (%)	37.86	46.60	30.90	44.74
现金回笼率 (%)	115.47	113.08	113.39	112.87
担保比率 (%)	-	0.00	0.35	0.75



附件 3 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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)

¹ 一季度取 90 天。

² 一季度取 90 天。



23. 可变现资产 $=\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数（倍） $= \text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数（倍） $= \text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍） $= \text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		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		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		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		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		不能偿还债务。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。