



## 跟踪评级公告

大公报 SD【2017】127 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“13 恒运 MTN001”、“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，“13 恒运 MTN001”、“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

二〇一七年五月十八日



# 广州恒运企业集团股份有限公司

## 主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】127 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
13 恒运 MTN001	4.8	5	AA	AA
14 恒运 01	5.0	5	AA	AA
15 恒运债	5.0	5	AA	AA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	90.31	91.86	83.72	74.93
所有者权益	43.41	42.84	39.48	34.78
营业收入	7.36	26.35	22.26	43.94
利润总额	1.18	7.19	5.87	9.01
经营性净现金流	1.63	8.45	2.59	4.95
资产负债率 (%)	51.93	53.37	52.85	53.59
债务资本比率 (%)	45.43	46.81	47.95	46.40
毛利率 (%)	24.24	32.66	31.90	32.61
总资产报酬率 (%)	1.67	9.76	9.13	14.54
净资产收益率 (%)	2.17	13.71	12.42	22.80
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.98	0.87	1.46	2.62
经营性净现金流/总负债 (%)	3.40	18.11	6.14	10.22

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨绪良  
 评级小组成员：周 雯 唐 川  
 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“广州恒运”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 2016 年以来公司仍面临良好的经营环境，供热业务仍具有区域专营优势以及供热能力明显提升等有利因素；同时也反映了公司上网电价下降明显，面临一定的短期偿债压力以及 2017 年一季度煤价上升明显对盈利能力进一步提升产生不利影响等不利因素。

综合分析，大公报公司“13 恒运 MTN001”、“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。

### 有利因素

- 2016 年以来，广东省经济继续保持较好增长，电力需求回暖，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；
- 2016 年以来，受益于供热区域拓展，公司供热能力明显提升。

### 不利因素

- 2016 年，公司上网电价下降明显，对收入提升产生不利影响；
- 公司一年内到期的债务比重较高，存在一定的短期偿付压力；
- 2017 年一季度煤价明显上涨导致火电发电成本提高，对公司盈利能力进一步提升产生不利影响。

## 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。

## 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，大公司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

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“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日经开发区管委会广州开管函【1994】120号文、广州市证券委员会广州证字【1994】14号文批准，公司更名为现名。截至2016年末，公司注册资本为6.85亿元人民币，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%，开发区管委会为实际控制人。

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。截至2016年末，纳入合并范围子公司10家（详见表1）。公司可控装机容量为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2016年末公司纳入合并范围的二级子公司情况（单位：%）**

子公司名称	简称	持股比例	所处行业
广州恒运东区热力有限公司	东区热力公司	70.0	工业
广州恒运热电(D)厂有限责任公司	恒运D厂	99.0	工业
龙门县恒隆环保钙业有限公司	环保钙业	99.3	工业
广州锦泽房地产开发有限公司	锦泽公司	58.0	房地产
广州恒运热力有限公司	恒运热力公司	100.0	工业
广州恒翔环保实业有限公司	恒翔环保	100.0	工业
东莞恒运新能源有限公司	新能源公司	100.0	工业
广州恒运综合能源销售有限公司	能源销售公司	100.0	工业
广州壹龙房地产开发有限公司	壹龙公司	57.4	房地产
广州恒运分布式能源发展有限公司	分布式能源公司	45.5	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：

**表 2 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	发行期限	募集资金用途	进展情况
13 恒运 MTN001	4.8	2013.08.12~2018.08.12	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
14 恒运 01	5.0	2014.09.18~2019.09.18		
15 恒运债	5.0	2015.07.28~2020.07.28		

数据来源：根据公司提供资料整理

## 宏观经济和政策环境

**现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但市场需求疲软，未来短期内结构调整带来的经济下行压力仍较大，长期来看经济运行仍面临较多的风险因素**

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但仍面临较大的经济下行压力。据初步核算，2016 年，我国实现 GDP74.41 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.7%，较 2015 年下降 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速同比下降 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 8.1%，增速同比下降 1.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 6.9%，对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求降幅收窄，2016 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年，全国公共财政预算收入同比增长 4.5%，增速同比继续下滑，政府性基金收入同比增长 11.9%。2017 年一季度，我国经济继续稳中向好，GDP 同比增速为 6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，全国公共财政预算收入为 4.43 万亿元，同比增长 14.1%，增速较去年同期增加 7.6 个百分点；政府性基金预算收入为 1.15 万亿元，同比增长 27.5%。

针对经济下行压力增大，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，国家着眼开拓发展空间，促进区域协调发展和新型城镇化。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，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

**2016年全社会用电量增速有所回升，用电结构明显优化，全国发电设备利用小时数继续下降，水火利用小时呈分化态势；2016年煤价企稳回升给火电企业带来成本压力，加之火电利用小时及电价双双下降，以及火电产能过剩现象短期内难以改善，火电企业业绩提升不容乐观**

2016年，我国实现全社会用电量5.92万亿千瓦时，同比增长5.0%；工业和制造业用电量增速均由负转正，且2016年以来呈回升态势，用电负增长的黑色金属冶炼行业，以及低速增长的化工、有色金属冶炼行业排在制造业用电增速倒数后三位，建材行业排在倒数第六位，除高耗能行业外，其它大部分制造业保持一定增长水平；第三产业、城乡居民生活用电量同比增长11.2%和10.8%。总体来看，2016年我国用电需求有所回升，用电结构明显优化。利用小时数方面，2016年全国发电设备利用小时数为3,785小时，同比继续下降203小时。其中2016年火电4,165小时，同比下降199小时，为1964年以来的最低水平；水电3,621小时，同比增加31小时；并网风电1,742小时，同比提高18小时。2017年一季度，全国全社会用电量1.45亿千瓦时，同比增长6.9%，为2012年以来同期最高增长水平，同比提高3.7个百分点，其中第二产业用电量同比增长7.6%，增速同比提高7.4个百分点；全国工业用电量9,821亿千瓦时，同比增长7.7%，增速同比提高7.5个百分点，占全社会用电量的比重为67.9%，对全社会用电量增长的贡献率为74.8%；制造业用电量7,264亿千瓦时，同比增长9.0%，增速同比提高10.5个百分点，化工、建材、黑色、有色等四大高耗能行业合计用电量4,172亿千瓦时，同比增长9.4%，是制造业用电快速增长的主要原因。

截至2017年3月末，全国6,000千瓦及以上电厂装机容量为16.1亿千瓦，同比增长7.7%，增速同比下降4.0个百分点，其中，水电2.9亿千瓦、火电10.6亿千瓦、并网风电1.5亿千瓦。

火电企业面临利用小时数与价格下降的双重压力。同时在成本端，动力煤、焦煤在煤炭限产政策等影响下，市场供需情况有所扭转，电煤价格持续上涨，年初至今动力煤现货涨幅超过50%，截至2016年末，环渤海动力煤平均价格指数上升到593元/吨。另一方面，全国煤炭市场需求低迷，但受煤炭去产能控产量影响，煤炭产量降幅明显超过消费量降幅，导致电煤供需失衡，煤炭库存下降，部分地区电煤供应将可能偏紧。整体来看，煤炭价格的快速上涨以及电煤供应的缩减，将会加大火电运营成本，对盈利能力产生一定影响。

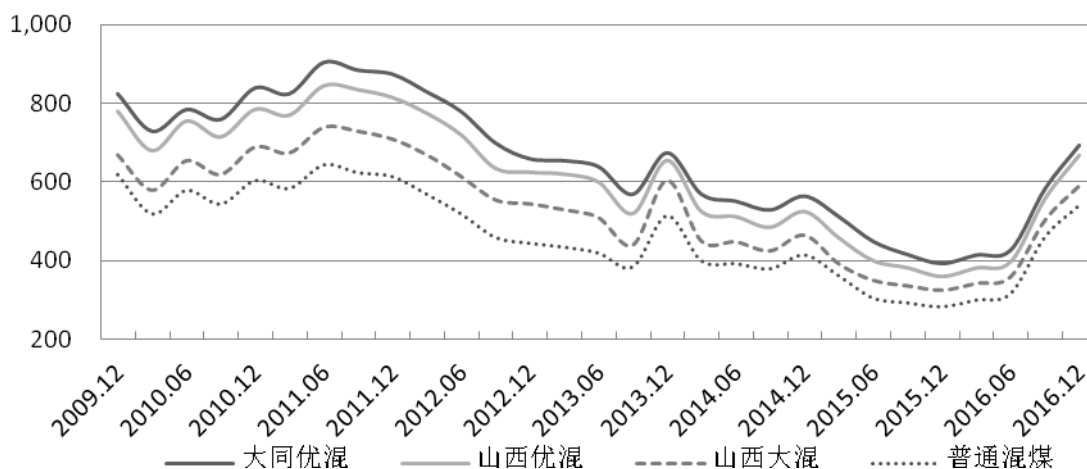


图1 2012年1月至2016年12月全国主要煤价变动情况 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind 资讯

总体来看, 2016年煤价企稳回升带来成本压力, 加之火电利用小时及电价双双下降, 火电产能过剩现象短期内难以改善, 火电企业业绩提升不容乐观。

**热电行业具有区域垄断经营特性, 有利于其维持较为稳定的收入, “以热定电”的行业政策使得热电联产企业能够保持其上网电量的稳定性**

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。从热力供应看, 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。2016年, 国家发改委对热电联产提出进一步的规划建设, 制定《热电联产管理办法》(发改能源【2016】617号)(以下简称“《办法》”), 《办法》指出, 规划建设热电联产项目应以集中供热为基础, 以热电联产规划为必要条件, 热电联产机组选型应优先采用背压式热电机组, 严格控制规划建设大型燃煤抽凝式热电机组, 热电联产机组所发电量按“以热定电”原则由电网企业优先收购。“以热定电”的行业政策使得热电联产企业能够保持其上网电量的稳定性。

**2016年以来广东省和广州市经济增速仍较快, 全社会用电量增速同比有所提高, 并且公司所处开发区工业基础良好, 公司整体发展环境较好**

2016年广东省经济继续保持较快增长, 实现GDP79,512.05亿元, 同比增长7.5%。广东省全社会用电量5,610.13亿千瓦时, 同比增长5.6%, 增速同比提高4.2个百分点; 省内完成发电量4,082.03

亿千瓦时，电力缺口为 1,528.10 亿千瓦时，缺口进一步扩大，缺口主要依赖西电东送电量。

作为广东省省会的广州市，2016 年经济增速仍较快，全年实现 GDP19,610.94 亿元，同比增长 8.2%。同期，广州市一般预算收入 1,393.80 亿元，同比增长 7.2%；工业增加值 5,369.40 亿元，同比增长 6.2%；固定资产投资 5,703.59 亿元，同比增长 8.0%；全年社会消费品零售总额 8,706.49 亿元，同比增长 9.0%。

广州开发区（黄埔区）是广州市对外开放的示范窗口和自主创新基地，是全国唯一经国务院批准开展知识产权运用和保护综合改革试验的区域，良好的平台为广州开发区带来了大量优质企业，2016 年开发区建成项目 61 个，新增注册外资项目 92 个，大批项目的落地和建成为开发区提供了良好的用电环境。不仅如此，南方电网总部落户开发区进一步肯定了开发区未来的发展前景。2016 年，黄埔区完成地区生产总值 3,006 亿元，同比增长 5.6%，占广州市地区生产总值的 15.33%，在广州市各区排名第二；实现规模以上工业总产值 7,141 亿元，增长 2.3%；固定资产投资 857 亿元，增长 8.4%；合同利用外资 42 亿美元，增长 313.6%，经济的稳定增长为公司提供了良好的业务发展环境。

## 经营与竞争

### **2016 年以来，公司收入和利润仍主要来自于电力销售；受益于公司发电量增长，2016 年公司营业收入同比有所提高**

发电业务仍是公司收入和利润的主要来源。2016 年，受益于广东省用电市场回暖导致的下游需求量增加，以及供热业务增加带来的发电量增加，公司发电业务收入同比增长 16.81%；同期受益于子公司东莞恒运新能源有限公司（以下简称“东莞恒运”）长距离供热项目完成，公司供热能力大幅提高，供热业务收入同比增加 64.78%；公司房地产业务主要由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，其他业务主要为房租、粉煤灰销售等，房地产业务和其他业务两个板块收入占比较小。

毛利率方面，尽管 2016 年公司机组利用小时数明显提升带来公司收入同比较大幅度增加，但因公司平均上网电价下降，导致 2016 年公司毛利率同比基本持平。

2017 年 1~3 月，公司营业收入 7.36 亿元，同比增加 65.55%；受益于利用小时数增加，发电业务收入同比上升 27.66%；受益于供热能力提升以及煤价上涨，供热业务收入和毛利率同比大幅提升。受煤炭价格同比较大幅度提高影响，公司发电业务毛利率同比降低 10.32 个百分点；2017 年 1~3 月公司整体毛利率同比降低 5.41 个百分点。



表3 2014~2016年及2017年1~3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	7.36	100.00	26.35	100.00	22.26	100.00	43.94	100.00
电力业务	4.99	67.80	19.87	75.41	17.01	76.41	21.15	48.14
供热业务	1.60	21.74	4.07	15.45	2.47	11.10	2.79	6.35
房地产业务	0.55	7.47	1.24	4.71	1.85	8.30	19.09	43.45
其他业务	0.22	2.99	1.17	4.44	0.93	4.19	0.91	2.07
毛利润	1.78	100.00	8.60	100.00	7.10	100.00	14.33	100.00
电力业务	1.10	61.80	6.54	76.05	5.54	78.01	6.40	44.68
供热业务	0.32	17.98	0.70	8.14	0.37	5.24	0.44	3.09
房地产业务	0.29	16.29	0.70	8.14	0.87	12.20	6.91	48.25
其他业务	0.07	3.93	0.66	7.68	0.32	4.56	0.57	3.98
毛利率	24.24		32.66		31.90		32.61	
电力业务	22.04		32.91		32.56		30.27	
供热业务	20.00		17.20		15.05		15.86	
房地产业务	52.73		56.45		46.89		36.21	
其他业务	31.82		56.41		34.70		62.86	

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司收入和利润仍主要来自于电力销售；受益于公司发电量和供热能力增长，营业收入同比有所提高。

**2016年以来受益于供热能力提升，公司机组利用小时数明显上升；但上网电价有所下降，加之煤价反弹，一定程度上影响公司盈利能力的进一步提升；2017年一季度煤价明显上涨，对公司盈利能力进一步提升产生不利影响**

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2016年末，公司可控装机容量108万千瓦，在广州市地方燃煤机组装机容量中名列第二<sup>1</sup>。

2016年，受益于供热区域拓展带来的供热能力提升，公司发电机组利用小时数同比大幅增加604小时，带动发电量相应增长。上网电价方面，根据广东省发改委于2015年12月发布《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），公司发电机组上网电价在原有基础上下降0.023元/千瓦时；此外，公司通过降低电价积极参与电力市场交易。2016年公司平均上网电价下降0.03元/千瓦时。煤价方面，2016年以来受煤炭价格三季度反弹影响，公司煤炭采购成本同比有所上升。

<sup>1</sup> 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。

**表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司主要经营状况及经济技术指标**

项 目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
发电量（亿千瓦时）	12.76	51.43	43.27	51.16
上网电量（亿千瓦时）	11.90	47.69	40.19	47.56
上网电价（元/千千瓦时）	490.93	465.19	495.14	520.42
机组利用小时数（小时）	1,181	4,762	4,158	5,015
入炉标煤单价（元/吨）	910.94	694.69	623.40	741.51
综合供电煤耗（克/千瓦时）	313.24	327.80	329.36	334.29
火电单位发电成本（元/千瓦时）	0.3230	0.2747	0.2846	0.3123

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年一季度，受益于供热能力同比提升公司发电量同比增加 30.74%；同期煤炭价格明显上涨导致火电发电成本增加较多。

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，2016 年公司平均上网电价下降较为明显，且煤价反弹导致发电成本同比大幅增加，一定程度上影响公司盈利能力进一步提升。

**公司是广州市政府指定的五个集中供热热源生产供应点之一，仍是广州开发区唯一的供热公司，具有区域专营优势；2016 年以来，受益于供热区域拓展，公司供热量大幅增加**

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，是开发区唯一的供热公司。下属子公司东区热力公司和西区热力公司负责开展广州开发区的集中供热业务，2016 年 5 月公司集中供热区域扩展到东莞麻涌工业园区，使得公司供热量大幅提升，该项目实现净利润 1,231 万元，2016 年，东、西区热力公司实现净利润 1,196 万元。

供热价格方面，仍执行开发区供热价格的“煤热价格联动机制”，2016 年供热单价同比增长 6.62%，2017 年一季度，伴随煤价提升供热单价进一步上涨到 188.25 元/吨。

**表 5 2014~2016 年公司热力业务情况**

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
供热能力（吨/小时）	1,161	655	655
其中：东区热力公司	255	255	255
西区热力公司	400	400	400
东莞恒运	506	-	-
供热量（万吨）	254.18	163.67	169.33
其中：东区热力公司	65.96	98.74	100.28
西区热力公司	104.65	64.93	69.05
东莞恒运	83.57	-	-
供热单价（元/吨，不含税）	159.99	150.95	164.76

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来1~2年，公司供热业务仍将具有较强的区域专营优势，公司的集中供热业务将会稳定发展。

### **公司拟出售其广州证券全部股权，交易如顺利完成，有助于公司提高资产规模，降低负债率，提升资金灵活性**

截至本报告出具日，广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称“广州越秀金融”）和广州恒运分别持有广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）67.24%和24.48%的股权。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了评估，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。

截至本报告出具日，越秀金控发行股份及支付现金收购广州证券少数股权并募集配套资金重大资产重组方案已经公司董事会审议并通过、已获得广州开发区管委会同意、广州市国资委批准以及广东省国资委同意（粤国资函【2017】41号），仍需作为越秀金控重大资产重组的一部分经中国证监会核准。

此次交易如能顺利进行，广州有利于广州恒运提高资产及资金管理灵活性。交易完成后，广州恒运净资产和总资产规模将有所增加，资产负债率有所降低，有利于公司改善资本结构，降低财务风险。但同时，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，持有越秀金控股权，其对价计入可供出售金融资产核算，在公司持有越秀金控股份期间，越秀金控股价的波动将会对公司会计期末的总资产和净资产产生一定影响。此外，公司出售广州证券之事项能否获得有权部门核准并顺利实施仍存在不确定性。

## **公司治理与管理**

截至2016年12月31日，公司股本总额为685,082,820股，其中广州凯得控股有限公司持股178,914,710股，占公司股本总额的26.12%，系公司的控股股东，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 2016 年及 2017 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 2016 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。2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

### 资产质量

#### 公司资产仍以非流动资产为主，2016 年末资产规模同比有所增长

截至 2016 年末，公司总资产 91.86 亿元，同比增长 9.72%，其中非流动资产占总资产比重 72.81%，仍是公司资产的主要组成部分。

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2016 年末公司应收账款仍以应收电费为主，占比为 70.38%；存货主要由锦泽园二期和壹龙大厦项目的开发成本，以及锦泽园一期未结转的开发产品构成，2016 年末存货同比小幅增加。

**表 6 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司总资产构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	90.31	100.00	91.86	100.00	83.72	100.00	74.93	100.00
流动资产	23.72	26.27	24.98	27.19	18.45	22.03	22.82	30.46
货币资金	13.76	15.24	14.88	16.20	10.44	12.47	14.13	18.85
应收账款	3.31	3.66	3.50	3.81	1.69	2.02	1.92	2.56
存货	5.91	6.55	6.07	6.61	5.41	6.46	6.14	8.19
非流动资产	66.58	73.73	66.89	72.81	65.28	77.97	52.11	69.54
长期股权投资	29.60	32.78	29.53	32.14	29.60	35.36	16.42	21.92
固定资产	31.92	35.35	32.48	35.35	30.14	36.00	30.90	41.23

公司非流动资产仍主要由长期股权投资和固定资产构成。2016 年末，公司长期股权投资仍主要为对广州证券的股权投资；固定资产主要是机器设备以及房屋和建筑物，受公司 2016 年长距离供热项目由在建工程转固定资产 1.93 亿元影响，固定资产小幅增加。

2017 年 3 月末，公司总资产 90.31 亿元，其中非流动资产 66.58 亿元，占总资产比重 73.73%。

截至 2016 年末，公司无资产受限情况。

总体来看，2016 年末公司资产规模同比小幅增加，仍以非流动资产为主。

## 资本结构

### 2016年末公司负债结构仍以流动负债为主,资产负债率小幅上升,一年以内到期的债务占比较高,存在一定的短期偿债压力

2016年末公司负债仍以流动负债为主,占比为67.86%,同比提升12.54个百分点;资产负债率为53.37%,同比小幅上升。

公司流动负债以短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。2016年末,公司短期借款同比增长31.94%,且全部为银行信用借款;应付账款以应付煤炭款项为主,同比增长31.41%;公司一年内到期非流动负债是2012年3月发行的4亿元“12恒运MTN1”;公司其他流动负债是公司于2016年9月发行的2亿元“16恒运SCP001”。

公司非流动负债仍以应付债券为主,2016年末应付债券14.77亿元,同比减少3.96亿元,主要是由于公司于2012年3月发行的4亿元“12恒运MTN1”转入一年内到期非流动负债所致。

**表7 2014~2016年末及2017年3月末公司负债构成情况(单位:亿元、%)**

项目	2017年3月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	31.15	66.41	33.27	67.86	24.48	55.32	23.81	59.30
非流动负债	15.76	33.59	15.76	32.14	19.77	44.68	16.34	40.70
<b>负债总额</b>	<b>46.90</b>	<b>100.00</b>	<b>49.03</b>	<b>100.00</b>	<b>44.24</b>	<b>100.00</b>	<b>40.15</b>	<b>100.00</b>
<b>总有息债务</b>	<b>36.14</b>	<b>77.06</b>	<b>37.71</b>	<b>76.91</b>	<b>36.37</b>	<b>82.19</b>	<b>30.11</b>	<b>74.98</b>
短期借款	19.09	40.70	16.69	34.04	12.65	28.59	4.15	10.34
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	4.00	8.16	0.00	0.00	5.68	14.15
其他流动负债(短期融资券)	2.06	4.38	2.03	4.15	4.56	10.30	4.51	11.22
长期借款	0.22	0.46	0.22	0.44	0.43	0.96	2.02	5.04
应付债券	14.77	31.50	14.77	30.12	18.73	42.34	13.75	34.24
<b>资产负债率</b>		<b>51.93</b>		<b>53.37</b>		<b>52.85</b>		<b>53.59</b>

2016年末,公司有息负债规模同比增长1.34亿元,有息负债以短期借款和应付债券为主。截至2017年3月末,公司有息负债总额为36.14亿元,较2016年末有所减少,期限在1年以内的有息负债占总有息负债的比例为58.44%,一年以内到期的有息负债占比较高,存在一定的短期偿债压力。

**表8 截至2017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	合计
金额	21.12	4.80	5.22	5.00	36.14
占比	58.44	13.28	14.44	13.84	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

控股子公司广州锦泽房地产开发有限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。截至2016年末，广州锦泽房地产开发有限公司承担担保额为人民币1,815万元。

综合来看，2016年末公司负债结构仍以非流动负债为主，资产负债率仍低于行业平均水平。

## 盈利能力

### 2016年受益于利用小时数增加，公司营业收入同比增长，带动整体业绩提升，盈利能力进一步增强

2016年，受益于经开区下游需求增长带来利用小时数上升，公司供电业务收入大幅增加，同时，公司新增长距离供热项目导致公司供热业务收入增加，公司营业收入26.35亿元，同比增加18.37%。同期毛利率32.66%，同比小幅增加0.76个百分点，较高的利用小时数使得公司毛利率维持行业较高水平。

**表9 2014~2016年及2017年1~3月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）**

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	7.36	26.35	22.26	43.94
营业成本	5.58	17.75	15.16	29.61
期间费用	0.73	3.18	3.05	3.44
管理费用	0.37	1.40	1.43	1.65
财务费用	0.33	1.65	1.54	1.74
投资收益	0.26	2.42	2.35	1.15
营业利润	1.18	7.19	5.83	9.58
利润总额	1.18	7.19	5.87	9.01
净利润	0.94	5.87	4.90	7.93
毛利率	24.24	32.66	31.90	32.61
总资产报酬率	1.67	9.76	9.13	14.54
净资产收益率	2.17	13.71	12.42	22.80

2016年，受公司对外融资规模增加导致利息支出增加影响，公司期间费用同比小幅增加；投资收益主要是对广州证券的投资收益。受益于公司发电业务业绩提升，2016年公司利润总额、净利润同比均有

所增加，总资产报酬率、净资产收益率等盈利指标均有提升。

2017年1~3月，受益于广州市电力需求回暖带动公司电力收入上升，公司营业收入同比增加66.55%；由于煤炭市场回暖带动煤炭价格上升，公司2017年1~3月毛利率同比降低5.35个百分点，利润总额和净利润同比变化不大。

总体来说，受益于下游需求改善带来的利用小时数增加，公司业绩有所提升。

## 现金流

### 2016年，受益于收入增加，公司经营性净现金流有所改善，经营性净现金流对负债的覆盖能力有所提高

2016年公司经营性净现金流8.45亿元，主要是由于公司营业收入增加使得现金流入增加；公司投资性净现金流-1.64亿元，投资性流出规模同比减少，主要由于2015年公司对广州证券增资扩股所致；同期公司偿还部分借款使得筹资性现金流表现为净流出。

**表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流概况（单位：亿元、%）**

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流	1.63	8.45	2.59	4.95
投资性净现金流	-0.74	-1.64	-10.80	-1.58
筹资性净现金流	-2.01	-2.37	4.53	-3.34
经营性净现金净流/流动负债	5.06	29.25	10.72	15.91
经营性净现金净流/总负债	3.40	18.11	6.14	10.22
经营净现金流利息保障倍数（倍）	4.98	0.87	1.46	2.62

2017年1~3月，公司经营性净现金流1.63亿元，同比减少0.8亿元，投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-0.74亿元和-2.01亿元。

总体来看，由于公司营业收入有所增长，经营性净现金流有所增长，经营性净现金流对债务的保障能力有所提高。

## 偿债能力

2016年，受益于下游用电需求有所改善，公司营业收入有所增长，带动盈利能力有所提升，受益于较高的机组利用小时数，公司毛利率仍较高。同期，受公司营业收入增加使得回款增加影响，公司经营性净现金流同比大幅增长。2016年末，公司资产负债率为53.37%，仍处于行业内较低水平；同期流动比率、速动比率分别为0.75倍和0.57倍，长期资产适合率为87.61%，偿债指标仍较为稳定。综合来看，公司偿还债务的能力很强。



## 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行信用信息报告，截至 2017 年 5 月 4 日，公司未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2013 年 8 月发行的 5 年期 4.8 亿元“13 恒运 MTN001”、于 2014 年 9 月发行的 5 年期 5 亿元“14 恒运 01”和于 2015 年 7 月发行的 5 年期 5 亿元“15 恒运债”到期利息均已按期兑付。

## 结论

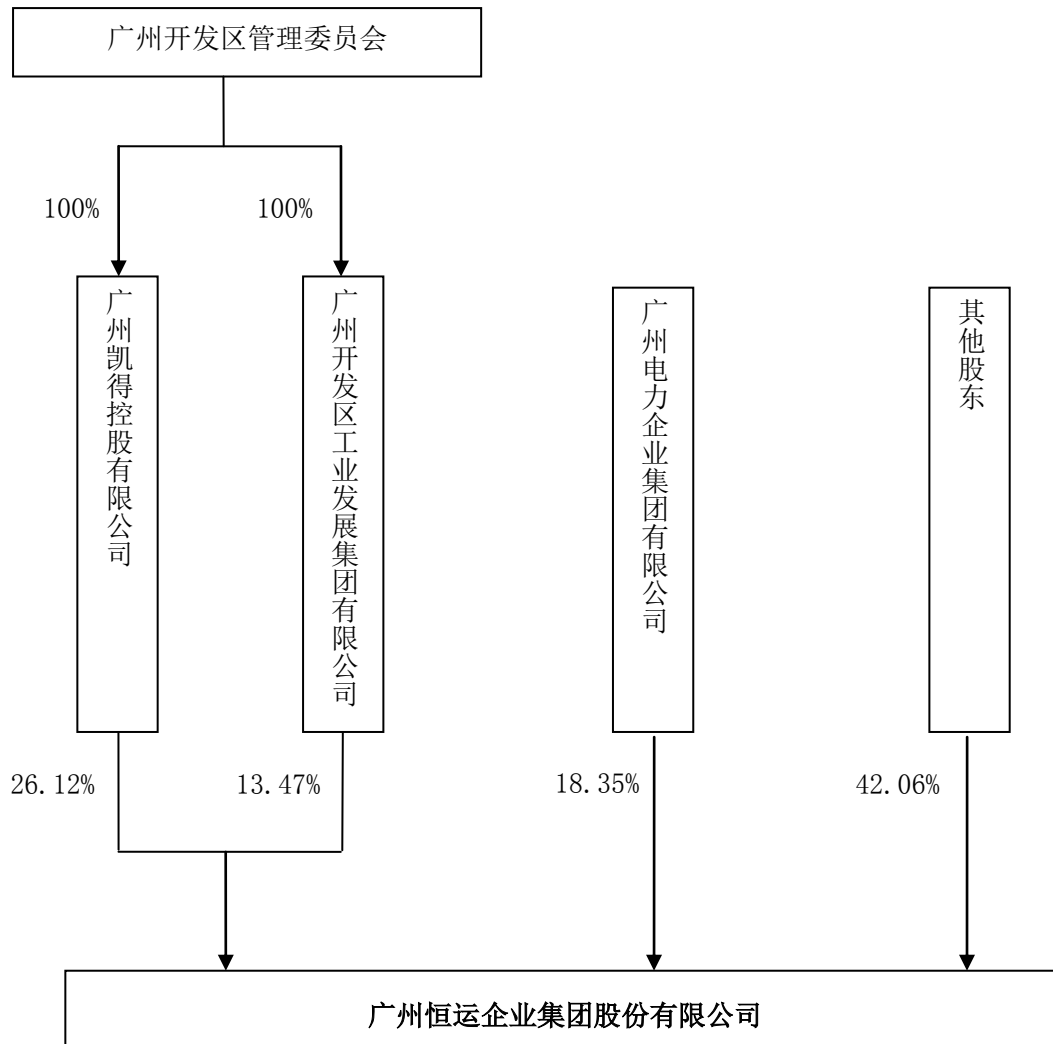
热电联产行业仍属于国家和地方政府支持发展的行业，且广东省和广州市经济保持快速发展，公司仍面临良好的外部环境。公司是广州市属国有控股的重点电力生产的上市企业，且是广州开发区唯一的供热公司，供热业务仍具有区域专营优势，带动机组利用小时数保持较高的水平。2016 年以来，受益于下游需求增加，公司发电业务收入有所增加，带动盈利能力有所提升，经营性现金流仍表现较好，对债务覆盖程度仍较好。预计未来 1~2 年，公司业务将保持稳定运营。

综合分析，大公对公司“13 恒运 MTN001”、“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。



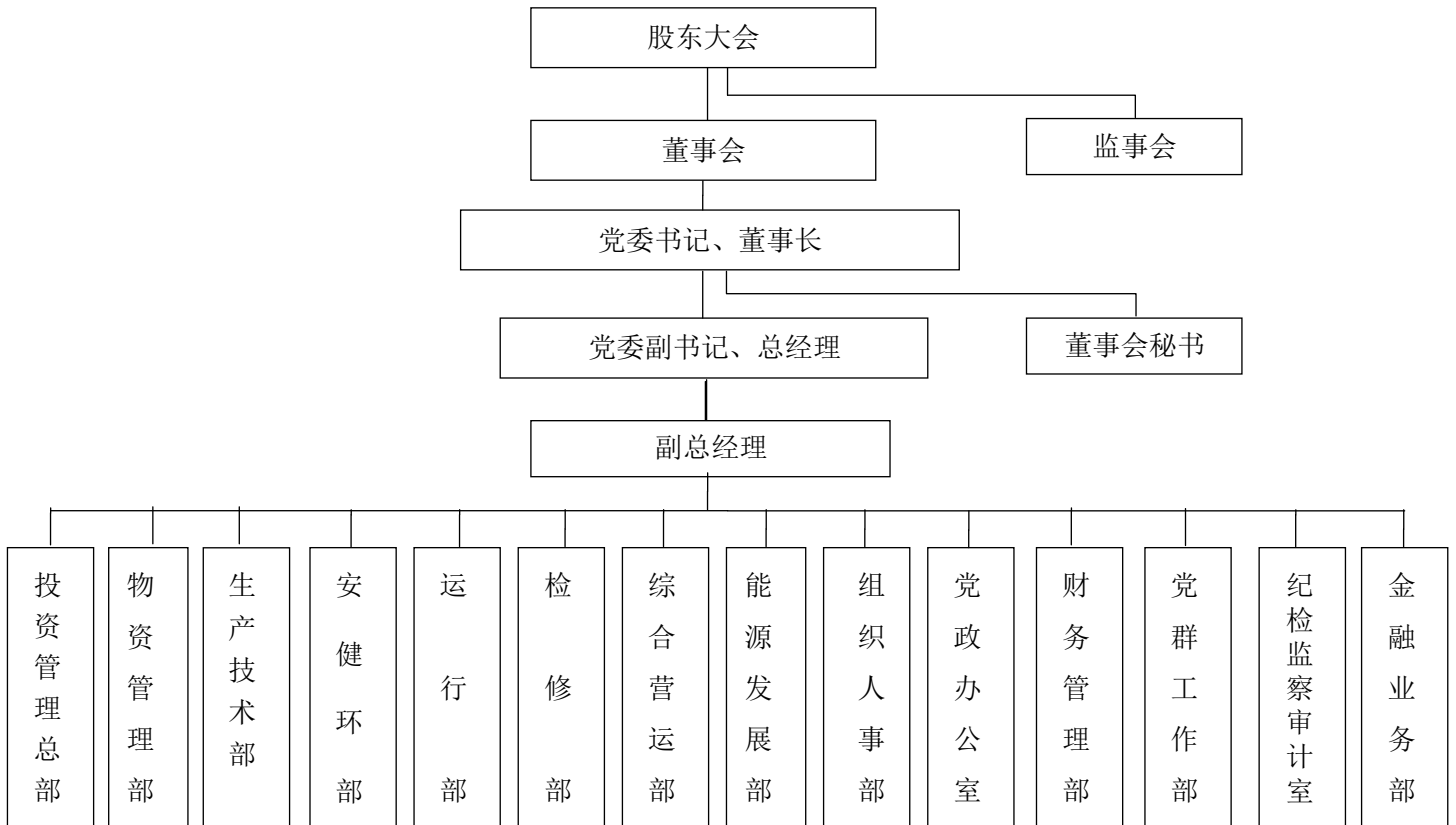


附件 1 截至 2016 年末广州恒运企业集团股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2016 年末广州恒运企业集团股份有限公司组织结构图





附件 3 广州恒运企业集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
<b>资产类</b>				
货币资金	137,591	148,838	104,425	141,273
应收账款	33,090	34,960	16,887	19,158
存货	59,141	60,729	54,126	61,388
流动资产合计	237,243	249,794	184,451	228,208
长期股权投资	296,024	295,250	296,037	164,220
固定资产	319,206	324,783	301,376	308,971
递延所得税资产	12,076	11,712	12,839	14,858
非流动资产合计	665,820	668,852	652,787	521,109
总资产	903,063	918,646	837,238	749,317
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	15.24	16.20	12.47	18.85
应收账款	3.66	3.81	2.02	2.56
存货	6.55	6.61	6.46	8.19
流动资产合计	26.27	27.19	22.03	30.46
长期股权投资	32.78	32.14	35.36	21.92
固定资产	35.35	35.35	36.00	41.23
递延所得税资产	1.34	1.27	1.53	1.98
非流动资产合计	73.73	72.81	77.97	69.54
<b>负债类</b>				
短期借款	190,900	166,903	126,500	41,500
应付账款	58,775	63,232	48,118	54,270
预收款项	17,007	13,336	2,644	12,781
其他应付款	2,648	2,458	2,542	4,159
一年内到期的非流动负债	0	40,000	0	56,800
其他流动负债	20,556	20,333	45,569	45,065
流动负债合计	311,451	332,690	244,776	238,119
长期借款	2,175	2,175	4,250	20,225
应付债券	147,730	147,653	187,333	137,487
非流动负债合计	157,554	157,569	197,671	163,421
负债合计	469,005	490,260	442,446	401,540

## 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	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
占负债总额比 (%)				
短期借款	40.70	34.04	28.59	10.34
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12.53	12.90	10.88	13.52
一年内到期的非流动负债	0.00	8.16	0.00	14.15
其他流动负债	4.38	4.15	10.30	11.22
流动负债合计	66.41	67.86	55.32	59.30
长期借款	0.46	0.44	0.96	5.04
应付债券	31.50	30.12	42.34	34.24
非流动负债合计	33.59	32.14	44.68	40.70
权益类				
实收资本（股本）	68,508	68,508	68,508	68,508
资本公积	89,719	89,961	89,956	91,528
盈余公积	32,761	32,761	29,519	26,303
未分配利润	206,617	197,938	154,110	127,390
归属于母公司所有者权益	399,426	392,795	359,201	313,729
少数股东权益	34,633	35,592	35,590	34,047
股东权益合计	434,058	428,387	394,791	347,777
损益类				
营业收入	73,611	263,539	222,594	439,447
营业成本	55,767	177,474	151,596	296,140
管理费用	3,744	13,972	14,335	16,493
财务费用	3,269	16,518	15,436	17,395
投资收益	2,580	24,191	23,527	11,466
营业利润	11,770	71,906	58,256	95,758
利润总额	11,811	71,870	58,669	90,077
净利润	9,411	58,737	49,033	79,306
占营业收入比 (%)				
营业成本	75.76	67.34	68.10	67.39
管理费用	5.09	5.30	6.44	3.75
财务费用	4.44	6.27	6.93	3.96
投资收益	3.50	9.18	10.57	2.61
营业利润	15.99	27.28	26.17	21.79
利润总额	16.04	27.27	26.36	20.50
净利润	12.78	22.29	22.03	18.05

## 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	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	16,289	84,454	25,895	49,529
投资活动产生的现金流量净额	-7,403	-16,357	-108,028	-15,788
筹资活动产生的现金流量净额	-20,133	-23,685	45,286	-33,430
<b>财务指标</b>				
EBIT	15,080	89,689	76,404	108,981
EBITDA	-	113,140	99,312	129,793
总有息负债	361,362	377,063	363,651	300,991
毛利率 (%)	24.24	32.66	31.90	32.61
营业利润率 (%)	15.99	27.28	26.17	21.79
总资产报酬率 (%)	1.67	9.76	9.13	14.54
净资产收益率 (%)	2.17	13.71	12.42	22.80
资产负债率 (%)	51.93	53.37	52.85	53.59
债务资本比率 (%)	45.43	46.81	47.95	46.39
长期资产适合率 (%)	88.85	87.61	90.76	98.10
流动比率 (倍)	0.76	0.75	0.75	0.96
速动比率 (倍)	0.57	0.57	0.53	0.70
保守速动比率 (倍)	0.44	0.45	0.43	0.59
存货周转天数 (天)	96.73	116.49	137.16	124.77
应收账款周转天数 (天)	41.60	35.41	29.15	20.31
经营性净现金流/流动负债 (%)	5.06	29.25	10.72	15.91
经营性净现金流/总负债 (%)	3.40	18.11	6.14	10.22
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.98	0.87	1.46	2.62
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.61	0.93	4.31	5.77
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.17	5.60	6.87
现金比率 (%)	44.18	44.74	42.66	59.33
现金回笼率 (%)	117.88	112.87	111.82	69.42
担保比率 (%)	0.34	0.34	0.81	0.00

## 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>2</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>3</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>2</sup> 一季度取 90 天。

<sup>3</sup> 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。