

广东恒健投资控股有限公司公司债 2022 年度跟踪 评级报告

项目负责人：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1962 号

广东恒健投资控股有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 恒健 01”、“19 恒健 02”、“21 恒健 01”、“21 恒健 02”、“21 恒健 03”、“21 恒健 K1”、“21 恒健 K2”、“21 恒健 V1”和“22 恒健 K1”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 恒健 01”、“19 恒健 02”、“21 恒健 01”、“21 恒健 02”、“21 恒健 03”、“21 恒健 K1”、“21 恒健 K2”、“21 恒健 V1”和“22 恒健 K1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定区域经济发展态势良好、获得控股股东的大力支持、资本市场业务有序运行、2021 年投资收益同比增长以及融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到煤炭价格上涨、盈利水平大幅下滑、债务规模增速较快，财务杠杆水平快速上升、部分参股企业受疫情影响亏损较为严重等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

恒健投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,902.30	2,995.77	3,543.24	3,587.86
所有者权益合计（亿元）	1,751.71	1,764.66	1,791.70	1,790.07
总债务（亿元）	987.60	1,023.31	1,477.49	1,526.30
营业总收入（亿元）	501.39	513.28	689.29	159.85
净利润（亿元）	45.28	57.52	-20.96	2.53
EBITDA（亿元）	158.60	169.89	85.02	--
经营活动净现金流（亿元）	121.19	106.26	-26.20	6.92
资产负债率(%)	39.64	41.09	49.43	50.11
恒健投资（本部口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	1,671.11	1,662.60	1,753.64	1,779.19
所有者权益合计（亿元）	1,300.98	1,284.57	1,289.85	1,289.14
总债务（亿元）	349.17	358.00	441.97	463.29
营业总收入（亿元）	1.02	1.90	0.78	1.09
净利润（亿元）	7.91	9.20	4.18	2.07
EBITDA（亿元）	14.21	16.26	10.62	--
经营活动净现金流（亿元）	-2.78	-25.04	-26.14	4.08
资产负债率(%)	22.15	22.74	26.45	27.54

注：中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **区域经济发展态势良好。**2021 年，广东省实现地区生产总值（GDP）124,369.67 元，同比增长 8.0%，经济总量继续位列全国第一位，很强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。
- **继续获得控股股东的大力支持。**作为广东省省属国有资产管理平台，公司在股权划拨和资金注入等方面得到了广东省国有资产监督管理委员会（以下简称“广东省国资委”）等的大力支持。
- **资本市场业务有序运行，2021 年投资收益增长。**2021 年公司

同行业比较

2021 年部分投资控股企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	实收资本（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
恒健投资	3,543.24	1,791.70	227.17	49.43	689.29	-20.96
云投集团	5,372.91	2,080.35	262.16	61.28	2,056.60	33.26

注：“云投集团”为“云南省投资控股集团有限公司”简称；表中均为合并口径数据。

资料来源：中诚信国际整理

资本市场业务项目有序退出，实现资金回笼的同时形成了较好的投资收益，且参股的中国广核集团有限公司（以下简称“中广核集团”）等企业在各自领域具备很强的竞争实力，同期经营稳定并向公司分红，当期公司投资收益同比增长。

- **融资渠道畅通。**公司未使用银行授信额度较大，本部持有中国广核电力股份有限公司（以下简称“中广核电力”）等上市公司股权，融资渠道畅通。

关注

- **受煤炭价格上涨影响，能源集团生产成本大幅上升，公司盈利水平大幅下滑。**2021 年受煤炭价格上涨影响，公司子公司广东省能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）生产成本大幅上升导致公司盈利水平大幅下滑。

- **债务规模增速较快，财务杠杆水平快速上升。**2021 年由于能源集团保供电经营及新能源大发展等资金需求较大，加之公司资本运营、基金投资等支出增多，其通过增加债务筹资力度以满足资金需求，总债务及财务杠杆水平快速上升。

- **部分参股企业受疫情影响亏损较为严重。**受疫情影响，2020 年以来公司参股的中国南方航空集团有限公司（以下简称“南航集团”）亏损较为严重，需关注疫情对其盈利能力造成的不利影响。

评级展望

中诚信国际认为，广东恒健投资控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**受政策调控和行业周期影响以及对外投资情况不佳、失去重要子公司控制权，盈利情况显著低于预期、现金流状况恶化等导致流动性风险。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
19 恒健 01	AAA	AAA	2021/06/25	60.00	60.00	2019/08/07~2024/08/07	-
19 恒健 02	AAA	AAA	2021/06/25	40.00	40.00	2019/08/13~2024/08/13	-
21 恒健 01	AAA	AAA	2021/06/25	20.00	20.00	2021/04/07~2024/04/07	-
21 恒健 02	AAA	AAA	2021/06/25	10.00	10.00	2021/04/07~2026/04/07	-
21 恒健 03	AAA	AAA	2021/11/08	30.00	30.00	2021/11/18~2023/11/18	
21 恒健 K1	AAA	AAA	2021/06/25	8.00	8.00	2021/04/12~2024/04/12	-
21 恒健 K2	AAA	AAA	2021/08/11	22.00	22.00	2021/08/19~2026/08/19	-
21 恒健 V1	AAA	AAA	2021/07/21	10.00	10.00	2021/07/28~2026/07/28	-
22 恒健 K1	AAA	AAA	2022/03/07	22.00	22.00	2022/03/18~2025/03/18	-

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2022 年 4 月 30 日，本次跟踪的各期公司债除“21 恒健 V1”尚有 2.88 亿募集资金未使用完毕，其余公司债募集资金均已按照募集说明书规定的使用用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

广东省经济实力很强，经济发展态势良好，财政实力稳定增长

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力居全国前列。2019~2021年，广东省分别实现地区生产总值（GDP）107,671.07亿元、110,760.94亿元和124,369.67亿元，分别同比增长6.2%、2.3%和8.0%，经济总量持续位列全国第一，三次产业结构比为4.0:40.4:55.6。固定资产投资方面，2021年广东省固定资产投资同比增长6.3%，其中第一产业投资同比增长31.8%，第二产业投资同比增长19.4%，第三产业投资同比增长2.2%。

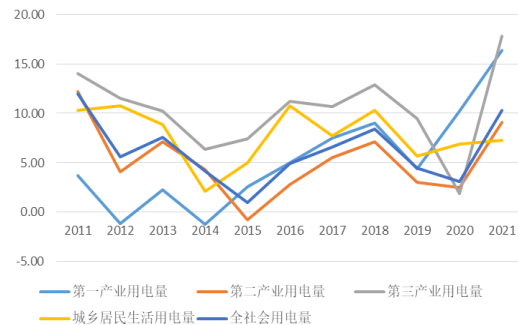
财政方面，近年来广东省一般公共预算收入稳步增长，其中2021年完成14,103.43亿元，同比增长9.1%，税收收入是其主要收入来源，实现10,784.32亿元，同比增长9.1%，财政平衡率处于较高水平，整体财政自给能力较强。

2021年出口替代及上年低基数等因素使得全国用电需求保持较好水平，但考虑到出口替代效应或将逐渐弱化以及目前我国“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传导效应的显现等因素，预计未来我国经济及全社会用电量将面临一定下行压力

电力行业的发展与宏观经济走势息息相关，根

据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据，我国用电增速在经过2008年四万亿的投资拉动到达2010年高点后开始波动下行，并于2015年降至近年冰点。进入2016年以后，受实体经济增速波动、夏季高温天气和电能替代等因素综合影响，我国全社会用电量增速呈先扬后抑波动态势。2021年以来，在疫情反复、北方汛情、电煤供应紧张、海外制造业疲软带来的出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量同比增长10.30%，保持较好水平，但随着国家经济下行压力的增加以及“碳达峰、碳中和”政策的实施，或将对全国用电需求的增长造成较大抑制。

图1：近年来中国分产业电力消费增速（%）



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信国际整理

分产业看，根据中电联数据，第二产业用电量在我国全社会用电量中依旧占据绝对比重，但近年来国家加大了去产能和环保督查等调控力度，进而使得第二产业用电量所占比重持续下降至2021年的67.52%；而第三产业（信息技术和批发零售等）和城乡居民用电整体保持较快增长速度，所占比重持续提升，且对全社会用电量增长的合计贡献率持续保持较高水平，电力消费结构持续优化。

中诚信国际认为，2021年在出口替代效应及2020年低基数等因素的综合影响下，我国全社会用电量增速虽保持较好水平，但在新冠疫情不再发生重大变化和国际贸易形势整体保持平稳的情况下，未来世界各国产能需求及供给终将回归合理水平，我国出口替代效应或将逐渐弱化，加之我国目前“稳中求进”的经济发展方针和房地产投资放缓对经济传

导效应的显现，预计未来一段时间我国经济及用电量增速将面临一定下行压力。

2021 年火电装机保持低速增长，但利用效率有所回升；受宏观经济波动、燃煤电价高位运行、清洁能源替代等因素影响，未来国内火电机组整体运营情况仍面临下行压力；燃煤电价改革及煤炭保供政策的出台将对燃煤发电企业经营困难起到缓解作用

2021 年来，国家相继发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030 年前碳达峰行动方案》和《“十四五”能源体系规划》等文件，从顶层设计煤电发展规划，要求要稳住存量，推动现役煤电机组灵活性改造，并发挥好煤炭、煤电在推动能源绿色低碳发展中的支撑作用，根据发展需要合理建设支撑性、调节性的先进煤电，大力推动煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，“十四五”期间节能改造规模不低于 3.5 亿千瓦，并在“十四五”期间有序淘汰（含到期退役机组）3,000 万千瓦，预计未来短期内火电装机增速仍将保持较低水平。

2021 年在国内经济运行稳步复苏、出口替代需求上升和上年低基数等因素综合影响下，我国全社会用电量及其增速同比大幅增长，加之来水偏枯等因素，当年全国 6,000 千瓦及以上火电厂发电设备平均利用小时数为 4,448 小时，同比增加 237 小时全口径煤电发电量 5.03 万亿千瓦时，同比增长 8.6%，占全口径总发电量的比重为 60.0%，同比降低 0.7 个百分点，煤电发电量占比继续保持下降趋势。同时，新能源机组目前仍保持较高增速，且 2021 年新增的 1.3 亿千瓦非火电机组运营效率将在 2022 年显现，加之“碳达峰、碳中和”政策的加持，总体来看火电机组利用效率未来将受到进一步挤压，其机组利用小时数整体或将呈下降态势。

煤炭价格方面，受环保相关政策影响导致大量弹性产能无法释放、国际煤炭等能源大宗商品价格持续上涨以及国内煤电需求快速拉升等因素影响，2021 年以来电煤价格持续攀升，屡创历史新高。为

应对煤价上涨，相关部门出台了一系列煤炭保供政策，包括推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能、积极协调煤源、保障煤炭快速外运及将煤炭中长期合同履行纳入监管等，随着保供政策逐步落地，煤炭产量增加且价格有所回稳。此外，根据国家发改委于 2022 年 2 月 24 日发布的《国家发展改革委于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格[2022]303 号），当煤炭价格显著上涨或者有可能显著上涨，以及过度下跌时，其将按相关规定和程序及时启动价格干预以及其他适当措施，引导煤炭价格回归合理区间，还鼓励燃煤发电企业在电力中长期交易合同中合理设置上网电价与煤炭中长期交易价格挂钩的条款，有效实现煤、电价格传导，此政策自 2022 年 5 月 1 日起执行，且进口煤价格不适用此规定。**值的关注的是**，以秦皇岛港下水煤价格区间来看，此次区间价格已较之前 535 元/吨的标准有较大幅度提升，但相较目前高企的煤炭价格，仍一定程度缓解了燃煤发电企业困难。**中诚信国际认为**，国家对煤炭中长期履约记录的严厉监管或将有助于全国煤炭供应量的提升和促进煤炭价格回归合理区间，后续合同履行情况以及煤炭整体供需形势对煤电企业的影响仍有待持续关注。

上网电价方面，由于火电企业参与市场化程度较深，近年来其电价水平随着市场化让利逐渐回归理性而整体有所提升。2021 年以来，煤炭价格大幅上升加之经营压力不能及时向下游传导，导致火电企业发电意愿不强，亏损面明显扩大，加之清洁能源出力不足，由此引起了一系列的拉闸限电现象，为此，国家发展改革委于 2021 年 10 月 11 日发布了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号）（简称“通知”），决定将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制，电力现货价格不受上述幅度限制。**值得关注的是**，虽然 2021 年大部分地区的燃煤发电交易电价已实现上浮，但目前个别地区仍未明确 2022 年的电价上浮政策，

后续仍有待关注政策落地情况对燃煤发电企业的影响。

中诚信国际认为，未来火电装机占全国电源结构比重以及机组利用效率或将随“碳达峰、碳中和”政策的大力推进而呈下降态势，但仍将维持主力电源地位。未来随着燃煤电价改革及煤炭保供措施的落地，煤电企业盈利能力有望得到改善。

跟踪期内公司产权结构及治理情况未发生重大变化

公司产权结构未发生变化，截至 2022 年 3 月末，广东省国资委持有公司 100% 股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司已按照《公司法》等有关法律法规的规定建立并充实了完善、有效的内部控制制度体系。跟踪期内内控管制制度体系未发生重大变化。其中资金管理方面，公司采用“银企直联”模式，并对除基金业务运营主体之外的大部分全资子公司资金进行余额归集。

人事变动方面，2021 年 7 月 23 日公司公告称免去李明亮党委副书记、委员、董事及总经理职务

并委任王红军任上述职务。2021 年 11 月 11 日，公司公告称免去温文星党委书记、董事长职务并委任唐军任上述职务。上述人事变动不对公司经营造成影响。

2021 年受煤炭价格上涨影响，公司控股子公司能源集团生产成本大幅上升导致经营亏损；参股电力、钢铁企业业绩稳步提升，南航集团受疫情影响亏损较重

公司持股企业主要涉及电力、钢铁和航空行业，被投资企业经营实力很强。其中，作为广东省省属国有资本运营平台，公司持有能源集团、中国广核集团有限公司（以下简称“中广核集团”）、中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）和宝钢湛江钢铁有限公司（以下简称“湛江钢铁”）等国有股权；按照广东省政府的战略部署，参与广东珠三角城际轨道交通有限公司（以下简称“珠三角公司”）、中航通用飞机有限责任公司（以下简称“中航通飞”）、中广核电力的投资；依据央企与地方经济深度融合战略部署，通过市场化募资的形式参与南航集团的增资。

表 1：公司主要管理股权经营概况（%、亿元）

持股企业	所属行业	记账科目	股权形成方式	截至 2022 年 3 月末持股比例	2022 年 3 月末			2021 年		2021 年贡献投资收益	2022 年 1-3 月贡献投资收益
					总资产	净资产	归母净资产	营业总收入	净利润		
能源集团	电力	长期股权投资	划转持有	76.00	1,979.61	729.46	552.37	660.32	-38.32	-	-
中航通飞	航空	其他权益工具投资	受托投资	10.00	553.53	309.99	221.07	196.65	11.37	0.20	-
珠三角公司	轨道	其他权益工具投资	受托投资	10.75	1,607.05	872.41	872.41	5.05	-42.29	-	-
湛江钢铁	钢铁	其他权益工具投资	受托持有	10.00	753.82	342.97	342.97	546.01	47.12	0.20	-
中广核集团	核电	其他权益工具投资	受托持有	10.00	8,540.44	2,830.16	1,506.06	1,213.99	192.40	1.51	-
中广核电力	核电	长期股权投资	受托投资	6.79	4,031.98	1,553.94	1,037.65	806.79	156.84	4.96	1.64
南方电网	电力	其他权益工具投资	划转持有	38.40	10,937.46	4,314.20	4,060.79	6,716.00	100.05	-	-
南航集团	航空	其他权益工具投资	指定投资	10.45	3,436.56	949.44	536.67	1,024.85	-93.19	-	-

注：公司对能源集团持股比例为 76.00%，但未向其派驻董事和高级管理人员，对其管控能力一般，其纳入公司合并范围，合并口径未贡献投资收益。资料来源：公司提供

电力行业方面，2021 年公司控股的能源集团机组利用效率在区域用电需求高速增长、燃料成本大幅上涨和承担保障电力供应责任等多重因素影响下大幅提升，发电业务量价齐升令其营业总收入同比增长 34.82%，但大幅上涨的燃料成本导致其呈亏损状态，当年能源集团净利润为-38.32 亿元。公司参股的南方电网为国家授权的南方五省（区）电网的唯一运营商，截至 2021 年末，南方电网总装机容量 3.7 亿千瓦，2021 年其售电量为 12,363 亿千瓦时，同比增长 11.70%，营业总收入达 6,725 亿元，同比增长 16.45%。

表 2：近年来能源集团发电业务运营

指标	2019	2020	2021	2022.3
控股装机容量（万千瓦）	3,310.41	3,650.52	4,024.92	4,029.67
发电量（亿千瓦时）	1,225.75	1,185.86	1,558.92	330.92
上网电量（亿千瓦时）	1,157.60	1,123.64	1,474.39	313.10

资料来源：公司提供

核电方面，中广核集团主要从事核电厂运营和建设，并提供核燃料和技术服务等。中广核电力作为中广核集团核能发电唯一平台，主营业务为建设、运营及管理核电站。2021 年 7 月中广核电力红沿河 5 号机组投入运营，截至当年末，共拥有 25 台在运营核电机组和 7 台在建核电机组，装机容量分别为 28,261 兆瓦和 8,299 兆瓦；当年上网电量同比增长 7.86%（含非控股企业），装机容量提升及稳定的运转对其盈利性提供了一定保障，净利润保持在很高水平。

钢铁行业方面，2021 年以来铁矿石及各类钢材价格仍处于历史高位，钢铁企业整体利润空间相对较大。2021 年公司参股的湛江钢铁经营稳定，营业收入及净利润分别同比增长 41.6% 和 35.1%，盈利能力处于较好水平。

表 3：近年来公司资本运营业务运营情况（亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1-3
当期回笼资金	4.42（人民币） 1.14（港币）	27.24（人民币） 1.14（港币）	26.36（人民币） 3.02（港币）	4.76（人民币）
其中：退出金额	3.17（人民币）	26.20（人民币） 0.12（港币）	25.20（人民币） 1.92（港币）	4.76（人民币）
分红金额	1.24（人民币） 1.14（港币）	1.04（人民币） 1.02（港币）	1.16（人民币） 1.10（港币）	-
投资收益	1.74（人民币）	9.01（人民币）	15.83（人民币）	2.19（人民币）

航空行业方面，2021 年以来新冠疫情影响持续，全球疫情仍未得到有效控制，航空客运市场复苏乏力，加之航油价格上涨等因素，南航集团仍处于亏损状态，营业总收入和净利润分别为 1,024.85 亿元和-93.19 亿元。受飞机交付量增加等因素影响，中航通飞营业总收入同比增长 9.57%；由于上年同期获得资产处置收益较多且为不可持续的非经常性事项，净利润有所下滑，但仍处于较好水平。中诚信国际将持续关注疫情对航空行业及公司参股企业盈利能力的不良影响。

轨道交通行业方面，珠三角公司作为城际轨道交通项目的建设管理公司，目前仍处于建设投入阶段，净利润持续为负值。

2021 年公司资本运营业务稳步推进，实现了较好的投资收益及资金回笼，对利润形成一定补充；2022 年一季度股票二级市场价格波动较大，公司部分投资出现浮亏

公司资本运营业务以参与上市公司定向增发为主，辅以 Pre-IPO、基石投资和市值管理等业务，2021 年以来该业务稳步推进。具体来看，同期公司围绕高端制造、通信、5G 和移动互联网等粤港澳大湾区鼓励发展的新兴产业进行投资，新增光环新网、华天科技、高德红外、中际旭创等项目，并陆续退出明阳智能、星源材质、绿色动力等项目，实现了较好的投资收益及资金回笼。不过，2022 年一季度股票二级市场价格波动较大，公司资本市场业务部分投资出现浮亏，未来所持股权公允价值变动及其对利润影响有待关注。截至 2022 年 3 月末，公司持有的 A 股股票总市值为人民币 149.91 亿元，港股股票总市值为 43.39 亿港元，所持股份无质押。

	1.14 (港币)	1.02 (港币)	1.10 (港币)	
--	-----------	-----------	-----------	--

注：表格中回笼资金包括项目退出金额和现金分红金额。

资料来源：公司提供

表 4：截至 2022 年 3 月末公司资本市场业务主要持股情况（万元、%）

股票简称	投资业务	投资日期	财务科目	投资成本	持股比例	持有股权市值	2021 年投资收益	2021 年公允价值变动收益	2022 年 1~3 月投资收益	2022 年 1~3 月公允价值变动收益
华发股份	定增	2015	FVTPL	7,747	0.37	7,297	1,307	-758	602	2,102
华润医药	基石投资	2016	FVOCI	257,342	4.49	116,626	3,303	-	3,445	-
光大证券	基石投资	2016	FVOCI	166,396	2.85	67,536	2,138	-	2,973	-
国银租赁	基石投资	2016	FVOCI	103,107	4.14	58,087	4,345	-	4,870	-
明阳智能	Pre-IPO	2017	FVTPL	6,237	3.76	48,599	14,506	-5,734	-	-2,037
明阳智能	定增	2020	长投	55,519		99,198	60,091	-	681	-
盈峰环境	定增	2017	FVTPL	23,539	0.85	17,284	337	-2,235	-	-3,283
上汽集团	定增	2017	FVTPL	92,807	0.35	76,851	2,524	-15,509	-	-7,123
星源材质	定增	2019	FVTPL	2,834	1.57	12,968	33,670	324	-	-352
中国通号	定增	2019	FVTPL	13,893	0.22	11,460	474	-2,084	-	-331
物产中大	定增	2019	FVTPL	5,500	0.43	6,132	2,665	2,971	-	-316
光弘科技	定增	2020	FVTPL	24,040	3.44	17,993	285	2,025	-	-3,493
中京电子	定增	2020	FVTPL	27,000	3.75	23,898	154	-1,949	80	-3,482
易事特	并购	2020	长投	184,983	18.05	335,308	8,496	-	1,373	-
迪瑞医疗	并购	2020	长投	75,595	12.00	55,913	2,499	-	701	-
金证股份	定增	2021	FVTPL	20,000	1.85	25,381	123	3,209	-	2,172
天风证券	定增	2021	长投	80,000	2.26	67,873	1,815	-	201	-
资源环保	定增	2021	长投	8,000	6.34	8,000	274	-	117	-
高德红外	定增	2021	FVTPL	53,922	1.69	53,713	6,796	6,928	-	-7,138
欧菲光	定增	2021	FVTPL	30,000	2.47	40,032	-	14,071	-	-4,039
中际旭创	定增	2021	FVTPL	49,980	2.82	60,201	-	14,087	-	-3,865
华天科技	定增	2021	FVTPL	59,600	2.25	64,106	-	4,024	-	482
道道全	定增	2021	FVTPL	20,000	4.92	24,473	-	7,928	-	-3,453
通宇通讯	定增	2021	FVTPL	20,000	4.92	24,953	-	3,909	-	1,044
光环新网	定增	2021	FVTPL	69,940	3.30	88,151	-	12,697	-	5,515
商汤-w	Pre-IPO	2021	其他非流动金融资产	64,853	0.84	165,371	-	23,922	-	26,985
老百姓	定增	2022	FVTPL	29,900	1.53	29,187	-	-	-	-713

注：1、持有股权市值按照2022年3月31日股票收盘价计算；2、“华润医药”、“光大证券”和“国银租赁”单位均为港币；3、“长投”为长期股权投资、“FVOCI”为以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产，记入其他权益工具投资、FVTPL为以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，记入交易性金融资产。

2021 年公司基金管理业务有序开展,有效撬动社会资本并推动广东省国有经济优化布局和结构调整

基金管理业务方面，公司以基金模式带动社会资本，推动国有经济布局优化和结构调整，打造形成广东粤澳合作发展基金（有限合伙）（以下简称“粤澳基金”）、广东省农业供给侧结构性改革基金（有限合伙）（以下简称“农业基金”）¹、广东美丽乡村振兴发展产业投资基金合伙企业（有限合伙）

（以下简称“美丽乡村基金”）和广东先进制造业产业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“先进制造基金”）等“恒健系”基金生态群，在推进粤港澳大湾区建设、农业供给侧结构性改革、乡村振兴、战略新兴产业发展以及国资国企改革等方面发挥了积极作用。公司主要有 7 大基金管理公司，包括广东省农业供给侧结构性改革基金管理有限公司、广东粤澳合作发展基金管理有限公司、广东恒信基

¹ 公司为农业基金的受托管理人和最大股东，但根据农业基金的决策和回报机制，公司的表决权比例未达到控制条件且不能享受农业基金的可

变回报，因此未将农业基金纳入合并范围。

金管理有限公司和广东恒健资产管理有限公司²等，分别负责对农业基金、粤澳基金、美丽乡村基金和先进制造基金等基金的管理。

农业基金方面，截至 2022 年 3 月末，公司已收到财政出资款 45 亿元，并实缴合伙企业 41.11 亿元。2021 及 2022 年一季度，农业基金参与设立 3 支子基金，总认缴规模合计 65.01 亿元；投资项目 14 个，投资金额 17.91 亿元。粤澳基金未设立新子基金，投资项目 5 个，投资金额 36 亿元。美丽乡村基金参与设立 1 支子基金，总认缴规模合计 130.02 亿元，实缴规模 1.39 亿元；投资项目 3 个，投资规模为 0.99 亿元。先进制造基金新参与设立 6 支子基金，总认缴规模 111.55 亿元，实缴规模 51.30 亿元；投资项目 7 个，投资规模 28.01 亿元。

此外，2021 年以来公司陆续设立了广东恒健贰号新能源产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称：“恒健贰号新能源基金”）及广东中医药大健康股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“广东中医药大健康基金”）等基金。其中，恒健贰号新能源基金总规模 50.02 亿元，已全部实缴完毕，其中公司认缴 16.21 亿元，该基金主要投资新能源领域并投资了中广核风电有限公司，目前已投资完毕。广东中医药大健康基金总规模 49.97 亿元，已募集资金 6.25 亿元，主要投资生物医药领域并先后投资了宜昌山城水都冬虫夏草有限公司等企业。截至 2022 年 3 月末，公司在管基金 36 支，在管基金总认缴规模约 978.97 亿元，总实缴规模约 505.35 亿元，其中公司以自有资金投入资金约 119.24 亿元。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司管理基金情况（亿元）

基金名称	基金类型	投资领域	设立日期	基金总规模	已募集资金	公司认缴规模	公司实缴规模	已投资	2021 投资收益	2022.1~3 投资收益
农业基金	母基金	农业	2018.06	100.01	45.00	100.00	41.11	37.15	1.05	0.07
粤澳基金	母基金	湾区民生服务	2018.06	200.10	200.10	0.10	0.10	162.42	0.79	1.98
广东恒物投资基金	子基金	基础设施	2016.01	36.81	36.79	0.01	0.01	36.79	1.59	-
广东路恒三号股权投资合伙企业（有限合伙）	子基金	基础设施	2019.07	21.50	21.48	0.01	0.001	21.48	0.93	-
广州市恒聚昌创业投资合伙企业（有限合伙）	子基金	农业	2019.12	20.02	3.43	0.01	0.01	3.42	-	-
广东恒肇股权投资基金	子基金	基础设施	2017.08	23.76	10.75	0.02	0.01	9.77	0.42	-
先进制造基金	母基金	先进制造	2018.08	50.01	31.82	31.82	31.82	14.72	0.71	-0.01
美丽乡村基金	母基金	乡村建设	2019.09	50.01	1.39	50.01	1.10	1.39	-0.20	-
广东美丽乡村壹号股权投资合伙企业（有限合伙）	子基金	乡村建设	2020.07	30.01	0.40	19.51	0.26	0.40	0.03	-
广东恒会股权投资基金（有限合伙）	子基金	上市公司定增	2017.08	30.02	14.26	0.20	-	28.00	0.89	0.17
广东恒航产业投资基金合伙企业（有限合伙）	子基金	上市公司定增	2020.07	30.00	7.07	15.00	3.54	6.91	0.41	-
广东中医药大健康基金	母基金	生物医药	2021.06	49.97	6.25	20.03	2.50	6.00	-	-

² 公司对下属企业进行股权优化后，广东恒健新兴产业投资基金管理有限公司成为恒健资管公司下属基金公司。

广东省农恒乡村振兴投资合伙企业（有限合伙）	子基金	农业	2021.06	50.01	4.01	12.50	1.00	-	-	-
广东建恒乡村振兴股权投资基金合伙企业（有限合伙）	子基金	乡村建设	2021.08	50.00	0.20	12.50	0.05	0.20	0.005	0.003
恒健贰号新能源基金	母基金	新能源	2021.08	50.02	50.02	16.21	16.21	50.00	0.47	0.99
江门市新兴产业投资基金（有限合伙）	母基金	战略性新兴产业	2021.09	40.00	0.05	20.00	0.02	-	-	-

注：公司管理基金数量较多，表中仅列示基金总规模大于 20 亿元的在管基金。

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，作为广东省省属重要战略投资平台，2021 年公司基金管理业务有序开展，有效撬动社会资本并推动广东省国有经济优化布局和结构调整。同时，通过基金管理及自有资金投资，亦为公司贡献了一定的管理费收入及投资收益。但部分基金所投行业为战略性新兴产业，投资标的未来经营及盈利情况具有一定不确定性，需关注相关基金后续退出及收益实现情况。

财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，所用财务数据均为各期财务报表期末数。中诚信国际在分析时将公司计入其他流动负债和其他应付款的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款的有息债务调整至长期债务。

受电力业务量价齐升及燃料价格大幅上涨影响，2021 年电力及热力销售收入提升，但毛利率大幅下降，经营性业务利润亏损，参股煤炭企业利润提升带动投资收益增加；公司本部盈利主要依赖投资收益，当年盈利水平随公允价值变动损失有所下降

公司收入主要来自能源集团，2021 年受电力业务量价齐升及燃料价格大幅上涨影响，电力及热力销售板块收入和燃料销售业务收入均同比增长，但

燃料成本大幅上升令电力及热力销售毛利率倒挂。受广东省建筑设计研究院有限公司（以下简称“广东省建筑设计院”）全年收入纳入合并范围影响³，同期建筑设计类收入有所提升。

表 6：公司主要板块收入结构及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
电力及热力销售	471.17	455.60	603.48	146.15
燃料销售	11.55	19.29	37.80	4.09
其他	18.67	38.39	48.01	9.61
合计	501.39	513.28	689.29	159.85
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
电力及热力销售	20.76	22.81	-2.47	2.08
燃料销售	6.14	4.20	0.53	13.47
其他	45.69	34.36	32.88	30.48
营业毛利率	21.36	22.98	0.15	4.07

注：其他业务包括建筑设计、运输、管理费收入和招标服务收入等；部分小数点后差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供

2021 年能源集团研发投入增加令公司管理费用有所增长；债务规模扩大令财务费用有所上升。上述因素导致期间费用增长较多，但期间费用率有所下降。燃料价格大幅上涨使得公司经营性业务利润大幅亏损。投资收益主要系参股的中广核集团、中广核电力及湛江钢铁等公司的分红，权益法核算的内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司和山西霍尔辛赫煤业有限责任公司等贡献的投资收益。受益于 2021 年煤炭价格大幅增长，对上述权益法核算下参股煤炭企业确认投资收益大幅增加带动投资收益同比增长。同期资产减值损失主要为坏账

³ 2020 年广东省建筑设计院从事事业单位转企改制并纳入公司合并范围，当年部分收入纳入公司合并范围；截至 2021 年末，其总资产为 34.03 亿元，总负债为 17.48 亿元，2021 年营业总收入为 21.40 亿元，净利润为 1.01 亿元。广东省建筑设计院在建筑工程、市政工程等项目上设计能力较强，2021 年共获得省部级科技类奖项 43 项，获授权专利 28 项，登记

软件著作权 17 项，编制国家及省市标准 11 项，通过科技成果鉴定 5 项。同期负责设计的深圳机场卫星厅工程顺利验收，并与爱莎国际教育集团广州荔湾国际学校等公司签订了新的设计项目，经营情况稳定。

损失，由于上年同期能源集团下属子公司计提的船、机器设备等固定资产减值损失不具有可持续性，同比大幅减少，但仍然对利润造成一定侵蚀。受燃料价格大幅上涨影响，2021 年公司净利润呈亏损态势，各项盈利指标大幅下滑。2022 年一季度由于燃料价格仍然处于较高水平，经营性业务利润保持亏损状态；且受资本市场波动影响，公允价值变动损失亦对利润形成一定侵蚀。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	1.18	1.21	1.72	0.27
管理费用	21.67	29.38	35.59	8.02
财务费用	26.96	27.21	29.55	9.63
期间费用合计	49.81	57.80	66.85	17.91
期间费用率	9.93	11.26	9.70	11.21
经营性业务利润	54.01	57.01	-69.21	-11.48
资产减值损失	-25.44	-14.19	-2.29	0.01
公允价值变动收益	0.36	0.06	0.39	-1.28
投资收益	32.89	32.91	49.35	14.58
利润总额	61.97	78.38	-19.91	2.57
净利润	45.28	57.52	-20.96	2.53
EBIT	94.32	109.24	14.00	--
EBITDA	158.60	169.89	85.02	--
EBITDA 利润率	31.63	33.10	12.33	--
总资产收益率	3.32	3.70	0.43	--

注：中诚信国际在分析时将信用减值损失计入资产减值损失，损失以负号列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从公司本部口径来看，公司本部作为投资型控股企业，收入规模较小。2021 年受职工薪酬和利息费用增加影响，期间费用同比增长，投资收益为利润总额主要来源，主要来自所持中广核电力、中广核集团、上海汽车集团股份有限公司（以下简称“上汽集团”）、广州资产管理有限公司股权收益，同期保持稳定。但受持有的上汽集团、华强方特文化科技集团股份有限公司等股权公允价值下降影响，同期利润总额有所下降。

表 8：近年来公司本部口径收入及盈利情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
营业总收入	1.02	1.90	0.78	1.09
期间费用合计	4.56	2.98	3.72	2.02
经营性业务利润	-3.56	-1.12	-2.97	-0.92
投资收益	11.61	12.00	11.87	1.93

⁴截至 2021 年末，能源集团总债务为 972.18 亿元。

公允价值变动收益	-	-	-6.21	1.41
利润总额	8.02	10.15	2.63	2.42
净利润	7.91	9.20	4.18	2.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司合并口径资产总额有所增加，债务规模快速增长推动财务杠杆水平，本部资本结构保持稳健

受对外投资加大影响，跟踪期内公司总资产不断增长且以非流动资产为主。具体来看，2021 年以来公司采用新金融工具会计准则，原计入可供出售金融资产的投资项目调整记入其他权益工具投资等科目，其他非流动金融资产主要为对农业基金、广东东阳光药业有限公司等的投资，其他权益工具投资主要为南方电网、珠三角公司等股权投资。受能源集团在建项目不断投入并转固等因素影响，2021 年末在建工程及固定资产均有所增长；投资恒健贰号新能源基金、广州华星光电半导体显示技术有限公司（以下简称“华星光电”）和广东神农氏企业管理合伙企业（有限合伙）等公司令同期末长期股权投资有所增长。流动资产方面，交易性金融资产主要为对上汽集团、光环新网、华天科技等上市公司股权投资，由于采用新金融工具会计准则，加之新增投资及公允价值提升等影响，2021 年以来不断增加。货币资金较为充裕，2021 年以来随投融资变化情况有所波动，截至 2021 年末，受限部分为 22.37 亿元，主要为各类保证金。

负债方面，公司总负债以有息债务为主。2021 年以来由于能源集团保供电经营及新能源大发展等资金需求较大，加之公司资本运营、基金投资等支出增多，其通过增加债务筹资力度以满足资金需求，总负债及总债务均有所升高⁴。债务结构方面，截至 2021 年末，长期债务占总债务的比例为 64.03%，债务期限与公司投资期限较为匹配。

2021 年由于经营亏损，年末公司未分配利润有所减少。受益于其他权益工具投资公允价值提升，其他综合收益增加带动同期末所有者权益同比增

长。由于债务规模增长较快，公司财务杠杆水平有所升高。

表 9：近年来公司资产负债及资本结构主要情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	136.48	134.07	162.22	172.19
交易性金融资产	27.00	7.82	99.10	112.53
可供出售金融资产	1,299.40	1,271.80	-	-
其他权益工具投资	31.42	35.48	1,262.79	1,261.35
其他非流动金融资产	-	-	82.17	85.09
长期股权投资	243.31	284.25	390.52	407.37
固定资产	706.31	820.49	940.95	922.22
在建工程	148.73	117.28	139.62	150.75
总资产	2,902.30	2,995.77	3,543.24	3,587.86
短期借款	118.14	132.97	231.76	236.74
总负债	1,150.60	1,231.11	1,751.54	1,797.79
短期债务	265.46	337.17	531.44	443.31
总债务	987.60	1,023.31	1,477.49	1,526.30
实收资本	212.17	227.17	227.17	227.17
未分配利润	219.81	233.61	222.22	225.23
其他综合收益	1.23	-5.33	52.13	51.76
所有者权益合计	1,751.71	1,764.66	1,791.70	1,790.07
资产负债率	39.64	41.09	49.43	50.11
总资本化比率	36.05	36.70	45.19	46.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部方面，对外投资增加令 2021 年末本部总资产同比增长。其中，对广东恒健资产管理有限公司、先进制造业基金等子公司增资以及对联营企业广州资产管理有限公司、华星光电等增资带动长期股权投资增加。本部总负债以有息债务为主，2021 年加大债务融资力度以满足投资需求令年末总负债和总债务均有所增加。债务结构方面，截至 2022 年 3 月末，长期债务占总债务的比重为 72.63%，债务结构有所改善。所有者权益变动不大，资本结构仍非常稳健。

表 10：近年来公司本部口径资产负债及资本结构情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	39.52	43.55	32.57	38.16
其他应收款	73.94	81.70	84.38	87.05
可供出售金融资产	1,197.18	1,150.50	-	-
其他权益工具投资	--	--	1,091.09	1,091.09
长期股权投资	353.48	382.35	488.84	504.76
总资产	1,671.11	1,662.60	1,753.64	1,779.19
短期借款	42.00	32.00	73.88	73.88
应付债券	291.00	223.00	229.00	333.00
总负债	370.13	378.03	463.79	490.05

短期债务	42.00	130.20	208.77	126.79
总债务	349.17	358.00	441.97	463.29
实收资本	212.17	227.17	227.17	227.17
资本公积	964.18	931.03	912.54	912.54
所有者权益合计	1,300.98	1,284.57	1,289.85	1,289.14
资产负债率	22.15	22.74	26.45	27.54
总资本化比率	21.16	21.80	25.52	26.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营获现能力下降，对外投资规模扩大，主要通过外部融资满足较为旺盛的资金需求，偿债指标弱化；本部债务规模扩大，偿债指标亦有所弱化，但持有较多上市公司股权，融资渠道畅通，整体仍具备很强的偿债能力

2021 年受煤炭价格上涨导致燃料成本大幅增加影响，公司购买商品支付的现金大幅增加令经营活动现金转为净流出状态。受资本运营、基金以及在建设项目等投资支出增加影响，投资活动现金净流出规模扩大，通过外部融资以满足经营及投资需求令筹资规模活动现金净流入额亦大幅增加。

偿债指标方面，受经营获现水平大幅下降及经营亏损影响，相关偿债能力指标呈现不同程度弱化。但考虑到公司债务结构较好，货币等价物可对短期债务偿付提供一定保障，对外投资可持续获得一定现金回流，资本市场业务持有的上市公司股权具有较好的流动性，整体仍具备很强的偿债能力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	121.19	106.26	-26.20	6.92
投资活动净现金流	-172.78	-124.34	-250.00	-47.47
其中：取得投资收益收到的现金	28.17	26.44	24.72	0.88
筹资活动净现金流	60.44	13.58	296.59	48.57
总债务/EBITDA(X)	6.23	6.02	17.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.52	2.50	-7.97	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.67	5.25	2.33	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	3.57	3.28	-0.72	--
货币等价物短期债务	0.63	0.43	0.50	0.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司本部口径方面，由于对下属投资子公司拆借资金增加，2021 年经营活动现金流保持大幅净流出状态；对先进制造业基金等投资较大令本部投资

活动现金大幅净流出状态；增加借款力度以满足投资需求令筹资活动现金净流入规模扩大。偿债指标方面，2021年本部经营活动净现金流无法覆盖债务本息；本部债务规模增速较快，加之盈利水平下滑，EBITDA 相关偿债指标有所弱化。货币资金对短期债务覆盖程度不断下降，面临一定的偿债压力，不过本部持有中广核电力等上市公司股权，融资渠道畅通，整体仍具备较强的偿债能力。

表 12：近年来公司本部现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	-2.78	-25.04	-26.14	4.08
投资活动净现金流	-68.24	-1.15	-30.84	-16.87
其中：取得投资收益收到的现金	12.96	9.28	10.84	0.05
筹资活动净现金流	106.11	30.22	45.68	18.31
总债务/EBITDA(X)	24.57	22.02	41.60	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.65	-10.86	-14.61	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.30	2.67	1.34	--
经营活动净现金流利息倍数(X)	-0.45	-4.11	-3.29	--
货币资金/短期债务	0.94	0.33	0.16	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司偿债提供有力支持；公司无重大未决诉讼且对外担保规模较小，整体或有风险可控

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 5,604.22 亿元，其中未使用额度为 4,039.27 亿元，备用流动性充足。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 60.22 亿元，受限比例较小，主要为用于质押借款的应收电费款和受限保证金。

未决诉讼方面，公司近期无重大未决诉讼。截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.53 亿元，全部为能源集团及其下属企业对外提供，整体金额可控。

表 13：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
云南保山槟榔江水电开发有限公司	0.41
新疆锦泰电力有限责任公司	0.12
合计	0.53

资料来源：公司提供

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 16 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

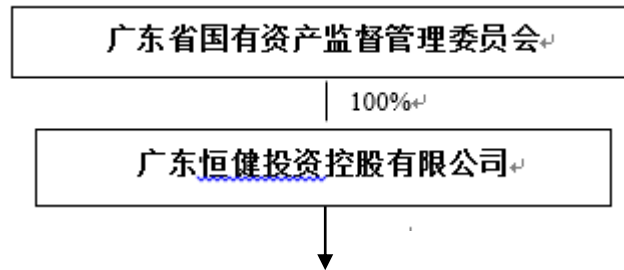
公司为广东省省属国有资产管理平台和国有资本运营平台，在政策和股权划转等方面可获得很大支持

公司唯一股东为广东省国资委，基金管理业务在推进粤港澳大湾区建设、农业供给侧结构性改革、乡村振兴、战略新兴产业发展以及国资国企改革等方面发挥了积极作用，作为广东省省属国有资产管理平台和国有资本运营平台，公司在政策等方面得到了政府的支持；同时，在股权划拨和资金注入方面亦得到了大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东恒健投资控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 恒健 01”、“19 恒健 02”、“21 恒健 01”、“21 恒健 02”、“21 恒健 03”、“21 恒健 K1”、“21 恒健 K2”、“21 恒健 V1”和“22 恒健 K1”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广东恒健投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	持股比例(%)
广东省能源集团有限公司	76.00
广东恒健资本管理有限公司	100.00
广东恒信基金管理有限公司	100.00
广东恒健资产管理有限公司	100.00
广东省农业供给侧结构性改革基金管理有限公司	70.00
广东粤澳合作发展基金管理有限公司	75.00
广东省建筑设计研究院有限公司	55.16
广东恒健国际投资有限公司	100.00
广东恒阔投资管理有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：广东恒健投资控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.1~3
货币资金	1,364,806.84	1,340,725.73	1,622,203.71	1,721,908.14
应收账款净额	603,256.98	871,374.48	1,205,796.09	1,230,558.31
其他应收款	391,020.60	398,340.04	318,335.08	381,597.25
存货净额	348,129.20	293,825.09	454,879.93	445,328.90
长期投资	15,741,336.55	15,915,303.16	17,354,711.81	17,538,121.07
固定资产	7,063,093.02	8,204,857.26	9,409,488.11	9,222,182.62
在建工程	1,487,343.96	1,172,784.50	1,396,194.70	1,507,509.36
无形资产	348,034.54	409,820.81	715,744.61	720,652.04
总资产	29,023,009.98	29,957,744.75	35,432,358.42	35,878,649.53
其他应付款	660,759.84	934,576.05	875,162.76	807,768.62
短期债务	2,654,619.04	3,371,734.64	5,314,350.78	4,433,147.78
长期债务	7,221,356.52	6,861,364.97	9,460,550.52	10,829,865.11
总债务	9,875,975.55	10,233,099.61	14,774,901.30	15,263,012.90
净债务	8,511,168.71	8,892,373.88	13,152,697.59	13,541,104.75
总负债	11,505,951.96	12,311,120.04	17,515,405.99	17,977,915.26
费用化利息支出	323,449.36	308,525.02	339,104.99	--
资本化利息支出	15,922.50	15,320.70	25,836.93	--
所有者权益合计	17,517,058.02	17,646,624.71	17,916,952.43	17,900,734.27
营业总收入	5,013,931.71	5,132,783.05	6,892,944.55	1,598,464.90
经营性业务利润	540,120.70	570,062.15	-692,097.46	-114,795.27
投资收益	328,948.37	329,100.24	493,453.29	145,804.75
净利润	452,800.54	575,191.72	-209,649.03	25,258.26
EBIT	943,176.64	1,092,357.89	139,970.77	--
EBITDA	1,585,979.44	1,698,853.59	850,173.13	--
经营活动产生现金净流量	1,211,895.40	1,062,649.86	-261,963.04	69,169.16
投资活动产生现金净流量	-1,727,761.61	-1,243,352.82	-2,500,036.39	-474,656.92
筹资活动产生现金净流量	604,435.03	135,781.15	2,965,905.94	485,706.26
资本支出	874,006.02	1,296,770.61	1,936,440.10	290,706.33
财务指标	2019	2020	2021	2022.1~3
营业毛利率(%)	21.36	22.98	0.15	4.07
期间费用率(%)	9.93	11.26	9.70	11.21
EBITDA 利润率(%)	31.63	33.10	12.33	--
总资产收益率(%)	3.32	3.70	0.43	--
净资产收益率(%)	2.61	3.27	-1.18	0.56
流动比率(X)	0.78	0.62	0.68	0.81
速动比率(X)	0.69	0.57	0.62	0.74
存货周转率(X)	11.80	12.32	18.38	13.63*
应收账款周转率(X)	8.08	6.96	6.64	5.25*
资产负债率(%)	39.64	41.09	49.43	50.11
总资本化比率(%)	36.05	36.70	45.19	46.02
短期债务/总债务(%)	26.88	32.95	35.97	29.05
经营活动净现金流/总债务(X)	0.12	0.10	-0.02	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.46	0.32	-0.05	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.57	3.28	-0.72	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	5.52	2.50	-7.97	--
总债务/EBITDA(X)	6.23	6.02	17.38	--
EBITDA/短期债务(X)	0.60	0.50	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.67	5.25	2.33	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.78	3.37	0.38	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、无形资产含使用权资产。

附三：广东恒健投资控股有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.1~3
货币资金	395,161.69	435,538.03	325,701.54	381,557.74
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	739,359.76	817,014.83	843,842.49	870,524.37
存货净额	-	-	-	-
长期投资	15,506,607.75	15,328,410.91	16,280,119.38	16,460,467.12
固定资产	282.90	504.67	467.84	472.12
在建工程	670.23	-	9.68	9.68
无形资产	73.85	1,630.96	1,321.27	1,235.51
总资产	16,711,124.23	16,626,025.25	17,536,395.60	17,791,923.31
其他应付款	184,398.44	180,122.12	67,353.58	112,328.99
短期债务	420,000.00	1,302,000.00	2,087,738.86	1,267,905.93
长期债务	3,071,700.00	2,278,000.00	2,332,000.00	3,365,000.00
总债务	3,491,700.00	3,580,000.00	4,419,738.86	4,632,905.93
净债务	3,096,538.31	3,144,461.97	4,094,037.32	4,251,348.19
总负债	3,701,311.63	3,780,305.80	4,637,901.34	4,900,540.89
费用化利息支出	61,781.62	60,945.04	79,469.63	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	13,009,812.60	12,845,719.45	12,898,494.26	12,891,382.42
营业总收入	10,222.25	18,985.41	7,829.31	10,858.35
经营性业务利润	-35,648.48	-11,242.85	-29,697.08	-9,151.99
投资收益	116,121.76	119,993.88	118,677.21	19,322.83
净利润	79,108.77	91,974.84	41,779.74	20,709.16
EBIT	142,006.35	162,402.57	105,745.80	--
EBITDA	142,093.50	162,550.23	106,236.56	--
经营活动产生现金净流量	-27,812.07	-250,383.80	-261,365.79	40,843.23
投资活动产生现金净流量	-682,364.53	-11,457.20	-308,381.23	-168,693.80
筹资活动产生现金净流量	1,061,112.36	302,217.34	456,805.65	183,091.88
资本支出	854.12	1,142.47	134.64	43.80
财务指标	2019	2020	2021	2022.1~3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	445.99	156.81	474.93	185.73
EBITDA 利润率(%)	1,390.04	856.19	1,356.91	--
总资产收益率(%)	0.88	0.97	0.61	--
净资产收益率(%)	0.61	0.71	0.32	0.64*
流动比率(X)	1.90	0.84	0.58	0.96
速动比率(X)	1.90	0.84	0.58	0.96
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	22.15	22.74	26.45	27.54
总资本化比率(%)	21.16	21.80	25.52	26.44
短期债务/总债务(%)	12.03	36.37	47.24	27.37
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.01	-0.07	-0.06	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.07	-0.19	-0.13	0.13*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.45	-4.11	-3.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.65	-10.86	-14.61	--
总债务/EBITDA(X)	24.57	22.02	41.60	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.12	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.30	2.67	1.34	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.30	2.66	1.33	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。