



信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0820号

广东恒健投资控股有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“09恒健MTN1”、“14恒健CP001”和“15恒健CP001”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“09恒健MTN1”AAA的债项信用等级，维持“14恒健CP001”和“15恒健CP001” A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年七月三十日

广东恒健投资控股有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 广东恒健投资控股有限公司
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	债券存续期	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
09 恒健 MTN1	100	2009/03/09~2017/03/09	AAA	AAA
14 恒健 CP001	10	2014/09/12~2015/09/12	A-1	A-1
15 恒健 CP001	3	2015/04/29~2016/04/29	A-1	A-1

概况数据

恒健投资 (合并口径)	2012	2013	2014	2015.3
总资产 (亿元)	1,488.37	1,607.36	2,407.40	2,408.82
所有者权益 (亿元)	631.11	799.21	1,603.56	1,612.19
总负债 (亿元)	857.26	808.15	803.84	796.63
总债务 (亿元)	729.95	684.15	686.43	588.66
营业总收入 (亿元)	545.94	558.30	508.81	110.71
EBIT (亿元)	99.42	130.57	123.77	--
EBITDA (亿元)	157.97	195.13	192.01	--
经营活动净现金流 (亿元)	121.21	148.05	159.20	35.06
营业毛利率 (%)	21.92	27.44	27.59	25.57
EBITDA/营业总收入 (%)	28.94	34.95	37.74	--
总资产收益率 (%)	6.75	8.44	6.17	--
资产负债率 (%)	57.60	50.28	33.39	33.07
总资本化比率 (%)	53.63	46.12	29.98	26.75
总债务/EBITDA (X)	4.62	3.51	3.58	--
EBITDA 利息倍数 (X)	3.83	5.09	5.33	--

恒健投资 (母公司口径)	2012	2013	2014	2015.3
总资产 (亿元)	456.55	588.41	1,366.39	1,365.95
所有者权益 (亿元)	329.56	456.15	1,222.74	1,222.31
总负债 (亿元)	126.99	132.25	143.65	143.64
总债务 (亿元)	118.52	121.80	115.20	126.50
营业总收入 (亿元)	0.02	0.06	0.07	0.03
EBIT (亿元)	5.74	6.08	6.14	--
EBITDA (亿元)	5.74	6.09	6.15	--
经营活动净现金流 (亿元)	-6.69	0.03	5.55	8.49
营业毛利率 (%)	62.24	100.00	100.00	100.00
总资产收益率 (%)	1.35	1.16	0.55	--
资产负债率 (%)	27.81	22.48	10.51	10.52
总资本化比率 (%)	26.45	21.07	8.61	9.38
总债务/EBITDA (X)	20.65	19.99	18.72	--
EBITDA 利息倍数 (X)	1.03	1.11	1.00	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2015 年一季度财务报表未经审计；3、合并口径，将长期应付款中的融资租赁费计入总债务
 注：母公司口径长期股权投资 2013 年期初数较 2012 年末增加 11.40 亿元，2013 年初进行更正，以下分析中 2012 年数据采用 2013 年期初调整数据。

分析师

项目负责人：刘礼彬 lbliu@ccxi.com.cn
 项目组成员：赵艳艳 yyzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 7 月 30 日

基本观点

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”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“09 恒健 MTN1”信用等级为 AAA；维持“14 恒健 CP001”、“15 恒健 CP001”信用等级为 A-1。

中诚信国际认为恒健投资在广东省国资系统中地位突出，政府支持有力；广东省经济财政实力持续增强为公司提供了有利的经营环境，公司资本市场业务稳步推进为其自身盈利能力提升奠定了良好基础，南方电网股权入账充实了公司的权益资本。同时，中诚信国际也关注到公司对代持股份子公司的管控能力一般、母公司偿债指标较弱等因素对公司信用的影响。

优势

- **继续向好的经营环境。**2014 年，广东省多项经济指标继续保持全国领先，全年实现生产总值 67,792.24 亿元，同比增长 7.8%；2014 年，广东省公共预算收入 8,060.06 亿元，同比增长 13.90%，持续增长的区域经济财政实力为公司发展提供了良好的外部环境。
- **持续强有力的政府支持。**公司作为广东省属国有经济融资平台、国有投资发展平台、国有资产管理平台和国有资本运作平台，在广东省属国资企业中继续保持突出的地位，政府在重大项目投资、债券还本付息方面都给予了持续有力的支持。
- **资本市场业务贡献较多投资收益。**2014 年，公司资本市场业务累计回笼资金 4.87 亿元（含红利 1,386.71 万元），实现投资收益 2.37 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司持有的股份总市值 13.99 亿元。
- **南方电网股权入账充实了公司的权益资本。**2014 年 12 月 31 日，广东省国资委下发《关于做好南方电网有限公司股权入账相关事项的批复》，同意公司将广东省政府划转给公司持有的南方电网股权进行入账。截至 2015 年 3 月末，南方电网股权账面价值为 762.61 亿元。

关注

- **对下属子公司的管控能力尚需提升。**公司持有广东省粤电集团有限公司（以下简称“粤电集团”）76%的股权，但公司在电力产业经营管理方面缺乏经验，对粤电集团的管控能力一般。
- **母公司偿债指标较弱。**2014 年母公司总债务/EBITDA 和总债务/经营活动净现金流分别为 18.72 倍和 20.75 倍，母 EBITDA 利息保障系数和经营活动净现金流利息保障系数分别为 1.00 倍和 0.90 倍，母公司偿债能力有待加强。

声明

一、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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

二、本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、本次评级结果自评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在债务融资工具的存续期内进行定期跟踪评级。

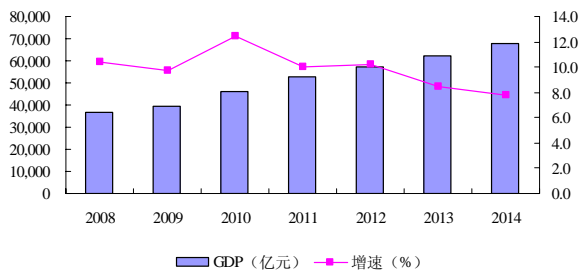
近期关注

广东省经济财政实力不断增强，为公司的发展提供了良好的外部环境

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续多年居全国前列。广东省积极参与国际分工，努力与国际接轨，外向型经济已经取得举世瞩目的成就，已成为中国经济发展最快、对外经济贸易最发达、最具市场活力和投资吸引力的地区之一。

随着经济的快速发展，广东省 GDP 稳步提高。2012~2014 年，广东省地区 GDP 分别为 57,067.92 亿元、62,163.97 亿元和 67,792.24 亿元，增长分别为 8.2%、8.5%和 7.8%。2014 年，广东省第一产业增加值 3,166.67 亿元，增长 3.3%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 31,345.77 亿元，增长 7.7%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%；第三产业增加值 33,279.80 亿元，增长 8.2%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%。三次产业结构为 4.7:46.2:49.1。其中，第一产业占比较低；第二产业和第三产业占比持续高位，为广东省支柱产业。从人均 GDP 方面来看，2014 年，广东省人均 GDP 达到 63,452 元，已跨入中上等收入国家或地区水平。

图 1：2008~2014 年广东省 GDP 和增速情况



资料来源：广东省统计公报

2014 年，固定资产投资 25,928.09 亿元，比上

年增长 15.9%。从产业角度来看，2014 年，广东省第一产业投资 340.12 亿元，下降 1.2%；第二产业投资 8,452.08 亿元，增长 16.8%，其中，工业投资 8,400.04 亿元，增长 17.3%；第三产业投资 17,135.89 亿元，增长 15.9%。

表 1：2012~2014 年广东省财政收入和增速情况

	2012	2013	2014
地方公共财政预算收入 (亿元)	6,228.2	7,075.54	8,060.06
同比增长	12.96%	13.60%	13.90%
税收收入 (亿元)	5,073.66	5,762.75	6,505.89
同比增长	11.57%	13.58%	12.90%

资料来源：广东省统计公报

在财政实力方面，2014 年广东省全省地方公共财政预算收入完成 8,060.06 亿元，增长 13.90%，其中税收收入 6,505.89 亿元，非税收入 1,554.17 亿元，税收收入占一般公共预算收入的比重为 80.70%。2014 年，广东省省级公共财政预算收入 1,739.09 亿元，增长 11.02%。2014 年广东省全省政府性基金预算收入完成 4,062.43 亿元，其中，省级政府性基金预算收入完成 176.58 亿元。

总体来看，广东省经济实力很强，近年来地区生产总值增长虽然有所放缓，但仍保持较高的增速，同时广东省财政实力强劲，为公司的发展提供了良好的外部环境。

公司受托持有股权规模逐渐扩大，资产规模和质量均不断提升

作为广东省属国有资产管理平台，恒健投资受托持有广东省粤电集团有限公司（以下简称“粤电集团”）、中国广核集团有限公司（简称“中广核集团”）、中国广核电力股份有限公司（以下简称“中广核电力”）、中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）、宝钢集团广东韶关钢铁有限公司（简称“韶关钢铁”）和宝钢湛江钢铁有限公司（以下简称“湛江钢铁”）等国有股权。

表 2：截至 2014 年末公司股权管理情况

股权形成方式	持股比例	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	归属母公司净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	净利润 (亿元)

中航通飞	受托投资	10%	598.68	236.42	159.86	267.14	5.02	2.94
珠三角公司	受托投资	21.05%	579.69	440.55	440.55	0.05	0.09	0.06
韶关钢铁	受托持有	49%	214.48	40.22	26.74	209.58	-12.43	-12.74
湛江钢铁	受托持有	10%	357.48	153.49	188.20	9.04	-1.03	-1.08
中广核集团	受托持有	10%	3,888.52	2701.45	741.43	448.53	95.07	80.72
中广核电力	受托投资	7.54%	1,569.26	975.09	454.49	207.93	105.42	68.75
南方电网	划转持有	38.40%	6,169.67	2233.58	2,195.17	4,723.49	149.53	109.33
粤电集团	划转持有	76%	1,309.66	642.79	432.21	507.90	86.91	61.77

资料来源：公司提供

粤电集团成立于2001年8月，公司持有其76%的股权，其余24%的股权由中国华能集团持有。截至2014年末，粤电集团可控装机容量、权益装机容量分别为2,695.58万千瓦、1,445.93万千瓦。粤电集团现有全资、控股、参股单位130余家，并控股上市公司--广东电力发展股份有限公司（股票代码000539、200539）。粤电集团核心产业涉及火电、水电、风电、核电、LNG发电、生物质能发电、光伏发电等多种能源，遍布广东全境，并积极向省外和海外延伸。近年来，粤电集团积极实施相关多元化发展战略，不断优化产业结构，煤炭、航运、天然气、金融、环保等领域均取得突破性发展，推进产业链向主业上下游延伸。截至2014年末，粤电集团注册资本230亿元，总资产1,309.66亿元，总负债666.87亿元；2014年粤电集团实现营业总收入507.90亿元、净利润61.77亿元。

中广核集团股权方面，根据2011年12月14日国务院国资委、广东省人民政府《关于理顺广东省所持中广核集团股权关系的专题会议纪要》，以及2013年国务院国资委、广东省人民政府与恒健投资签订的股权调整协议，对广东省人民政府持有的中广核集团45%的权益进行调整。权益调整后，广东省人民政府持有中广核集团10%的股权，调整出的35%的股权由国务院国资委承接，股权调整对价80.70亿元。2012年，根据《广东省人民政府关于同意广东恒健投资控股有限公司代表省人民政府持有广东核电集团有限公司股权的批复》（粤府函[2012]349号），同意由恒健投资代表广东省人民政府持有中广核集团10%的股权，2013年1月30日已在国家工商总局完成工商变更登记。截至2014年末，中广核集团总资产3,888.52亿元、净资产1,187.07亿元；2014年实现营业总收入451.74亿元、

净利润80.72亿元。

中广核电力股权方面，2013年12月18日中广核集团、恒健投资和中国核工业集团公司（以下简称“中核集团”）共同签署《关于发起设立中国广核电力股份有限公司的发起人协议》，三方约定中广核集团作为主发起人，联合恒健投资、中核集团以发起设立方式设立中国广核电力股份有限公司。2014年3月25日，中广核电力在深圳市市场监督管理局注册成立。中广核电力总股本为353亿股，恒健投资出资50.55亿元，占其总股本的10%。2014年12月10日，中广核电力在香港联交所主板挂牌上市，股票代码1816.HK。截至2014年末，中广核电力市值约1,155.41亿元港币，折合人民币924.33亿元。

2011年，广东省政府与宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）签署相关协议，约定韶关钢铁、湛江钢铁的股权调整方案。2012年，根据广东省国资委《关于我省所持韶钢集团49%股权和湛江钢铁36.3375%股权委托恒健公司持有的批复》，同意由恒健投资持有韶关钢铁和湛江钢铁的广东省方股权。2012年，恒健投资减持湛江钢铁9.07亿元注册资本，将此资金全部用于对韶关钢铁的增资；本次变更后公司对韶关钢铁和湛江钢铁的实缴资本分别为13.43亿元和20亿元。2012年10月，宝山钢铁股份有限公司收购宝钢集团对湛江钢铁持有的全部股权，并于2013年10月对湛江钢铁单方面增资；截至2015年3月末，韶关钢铁和湛江钢铁注册资本分别为27.40亿元和200亿元，恒健投资持有韶关钢铁49%股权和湛江钢铁10%股权。

2014年12月31日，广东省国资委下发《关于做好南方电网有限公司股权入账相关事项的批复》，同意公司将广东省政府划转给公司持有的南方

电网股权进行入账，入账基准日为 2013 年 12 月 31 日，入账价值以基准日南方电网经审计的账面净资产总额对应所持有 38.4% 的股权份额作为入账基础，截至 2015 年 3 月末，南方电网股权账面金额为 762.61 亿元。

上述股权划入使得公司资产规模大幅增加，为公司更好地发挥省级融资平台和投资发展平台奠定了坚实的基础。

中诚信国际关注到恒健投资持股企业较多，资产质量优良，但是对电力、钢铁等代持股权企业的管控能力一般。

2014 年以来公司基金业务发展迅猛，项目资质优良

公司基金投资业务主要由广东恒信基金管理有限公司等子公司负责运营。截至 2014 年末，公司共管理基金 12 支，规模合计 32.90 亿元（不含已退出项目，详见表 3），参与省内外重大项目投资。

表 3：2014 年末公司基金管理情况（单位：亿元）

基金名称	管理公司名称	已募集资金
广东恒坤发展投资基金有限公司	广东恒信基金管理有限公司	7.00
广东恒万再生资源产业发展股权投资基金（有限合伙）	广东恒万股权投资基金管理有限公司	0.38
广东恒佳股权投资基金（有限合伙）	广东恒信基金管理有限公司	0.46
广东恒秀股权投资基金（有限合伙）	广东恒健资产管理有限公司	13.00
广东恒旭股权投资基金（有限合伙）	广东恒健资产管理有限公司	40（已退出）
广东恒硕投资基金合伙企业（有限合伙）	广东恒健资产管理有限公司	3.00
广东恒怡旅游文化产业基金有限公司	广东恒和基金管理有限公司	0.50
广东恒和环保产业投资基金合伙企业（有限合伙）	广东恒和环保投资基金管理有限公司	募集中（已募集 1.034 亿元）
广东恒和新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	广东恒和环保投资基金管理有限公司	募集中
平安汇通平安致富一期 29、30 号专项资产管理计划	广东恒汇基金管理有限公司	4.73
深圳海上丝路创投基金	广东海洋投资管理有限公司	募集中
广东恒尚投资有限公司	广东恒健资本管理有限公司	0.80

广东恒正投资有限公司	广东恒健投资控股有限公司	2.00
合计	-	32.904

资料来源：公司提供

总体来看，公司基金投资业务与广东省国有企业以及专业投资公司合作，项目资质优良，具有较大的发展潜力。

创投业务经营平稳，资本运作进程稳步推进

公司的创业投资业务主要包含 PE、VC 业务以及为实施公司战略目标或通过资本运作手段获得超额利润而进行的阶段性股权投资业务。创业投资业务是公司的基本主业，以创造效益为中心。2011 年，公司成立全资子公司广东恒健创业投资有限公司（简称“恒健创投”），作为创业投资和股权投资平台。恒健创投成立后，积极挖掘潜在股权投资项目，为公司投资并积累了一定数量的优质储备项目。

恒健创投依托公司专业优势及国资背景特有的资源优势，为所投资企业提供系列优质增值服务，协助投资企业规范公司治理，完善内控制度，推动企业改制上市等。截至 2014 年末，公司参与投资的项目总计 11 个，累计投资达 7.89 亿元，其中宏大爆破已成功上市退出。目前，华强文化上市工作正在推进，嘉诚物流、华隧建设等正在筹划申报，国义招标已成功挂牌新三板，广新海工、浩蓝环保、广物汽贸、湖北航特等已完成股改，各项目正常经营并保持平稳增长。

资本市场业务利润贡献突出，在广东省国资委的大力支持下业务范围不断扩大，进一步夯实资本运作平台实力

经广东省国资委批准，公司于 2009 年进入资本市场开展定向增发业务，2011 年、2012 年新增公开增发业务、配股业务和市值管理业务，2013 年构建境外平台开展投融资及资本运作等业务。公司先后参与中联重科、时代新材、獐子岛、久联发展、凯利泰、瀚蓝环境等上市公司定向增发业务，同时投资了时代新材的配股项目。

公司的资本市场业务得到了广东省国资委的

认可并继续给予大力支持，广东省国资委同意将恒健投资全资子公司广东恒健资本管理有限公司（以下简称“资本管理公司”）的注册资本由 1 亿元增加到 2 亿元，并同意开展公开增发业务。2012 年，广东省国资委批复同意公司有条件参与所投定增项目的配股和市值管理业务。2013 年，广东省国资委批复同意公司开展省属国有控股上市公司市值管理业务。目前，公司的资本市场业务范围已扩展至定向增发、公开增发、配股和市值管理，业务种类得以丰富，拓宽了投资渠道，对公司业务的多元化发展和可持续发展十分有利。

2014 年，公司资本市场业务累计回笼资金 4.87 亿元（含红利 1,386.71 万元），实现投资收益 2.37 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司持有的股份总市值 13.99 亿元。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度财务报表。公司各年度财务报告均按照新准则编制。

作为重要的并表企业，粤电集团是公司合并口径报表的重要组成部分，但由于公司对粤电集团控制力较弱，因此财务分析将着重考虑母公司口径数据。母公司口径长期股权投资 2013 年期初数较 2012 年末增加 11.40 亿元，主要是省国资委对粤电集团进行增资，2013 年初进行更正，同时资本公积等额增加；以下分析中 2012 年数据采用 2013 年期初调整数据。

资本结构

公司近年获得广东省政府的大力支持，资产规模增长较快。2014 年末及 2015 年 3 月末，公司合并口径总资产分别为 2,407.40 亿元和 2,408.82 亿元，同期粤电集团总资产分别为 1,309.66 亿元和 1,311.03 亿元。

从母公司口径来看，2014 年末及 2015 年 3 月末母公司总资产分别为 1,366.39 亿元和 1,365.95 亿元，较 2013 年末显著增加。从资产构成来看，作

为投资控股型公司，母公司主要资产为可供出售金融资产和长期股权投资。2014 年末及 2015 年 3 月末，母公司长期股权投资分别为 291.78 亿元和 291.87 亿元。2014 年财政部修订了《企业会计准则第 2 号长期股权投资》，公司自 2014 年年报起开始执行，同时对 2013 年年报中相关科目进行了调整，将 2013 年末合并口径报表中金额为 240.82 亿元的长期股权投资调整为可供出售金融资产，若与调整后金额比较，公司长期股权投资金额无显著变化。2014 年末及 2015 年 3 月末，母公司可供出售金融资产分别为 1,023.01 亿元和 1,023.01 亿元，较 2013 年末有显著增加，2014 年 12 月 31 日，广东省国资委下发《关于做好南方电网有限公司股权入账相关事项的批复》，同意公司将广东省政府划转给公司持有的中国南方电网股权进行入账，入账基准日为 2013 年 12 月 31 日，入账价值以基准日中国南方电网公司经审计的账面净资产总额对应所持有 38.4% 的股权份额作为入账基础，截至 2015 年 3 月末中国南方电网公司股权账面金额为 762.61 亿元。

2014 年末及 2015 年 3 月末，公司合并口径总负债分别为 803.84 亿元和 796.63 亿元，同期粤电集团总负债分别为 666.87 亿元和 658.15 亿元。

从母公司口径来看，2014 年末及 2015 年 3 月末，母公司总负债分别为 143.65 亿元和 143.64 亿元，其中流动负债占总负债比重分别为 27.45% 和 23.27%，流动负债占比较 2013 年末有所上升。母公司流动负债中主要为短期借款、其他应付款、应付利息及其他流动负债构成。

母公司流动负债中主要为短期借款、其他应付款和应付利息，2014 年末上述科目分别为 5.20 亿元、11.69 亿元和 3.85 亿元。此外，母公司其他流动负债中包括公司本部发行的规模为 10 亿元的短期融资券。

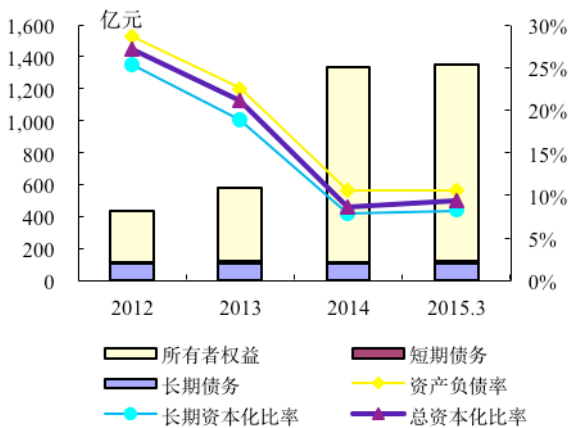
母公司非流动负债中主要为应付债券，截至 2015 年 3 月末母公司应付债券为 110.00 亿元，分别为 100 亿元的“09 恒健 MTN1”、6 亿元“13 恒健 PPN001”和 4 亿元“14 恒健 PPN001”。2014 年末及 2015 年 3 月末，母公司总债务分别为 115.20 亿元和 126.50 亿元，长短期债务比（短期债务/长

期债务)分别为 0.11 倍和 0.15 倍, 母公司债务结构以长期为主, 短期偿债压力不大。

2014 年末及 2015 年 3 月末, 公司合并口径所有者权益(含少数股东权益)分别为 1,603.56 亿元和 1,612.19 亿元; 同期粤电集团所有者权益(含少数股东权益)分别为 642.79 亿元和 652.88 亿元。

母公司口径方面, 2014 年末及 2015 年 3 月末, 母公司所有者权益(含少数股东权益)分别为 1,222.74 亿元和 1,222.31 亿元, 较 2013 年末有显著增加, 主要来自中国南方电网公司股权的划入。财务杠杆比率方面, 2014 年末及 2015 年 3 月末, 母公司资产负债率分别为 10.51%和 10.52%, 总资本化比率分别为 8.61%和 9.38%, 受益于权益资本的大幅增加, 公司财务杠杆比率出现较大幅度的下行。

图 2: 2012~2015 年 3 月末母公司资本结构分析



资料来源: 中诚信国际根据公司财务报告整理

总体看来, 受益于中国南方电网公司股权的划入, 2014 年公司的资产规模出现显著增加, 负债规模基本保持稳定, 财务杠杆比率大幅下行。

盈利能力

从合并口径来看, 受近年中国经济增速放缓, 电力行业景气度下降影响, 粤电集团经营受到影响, 营业总收入增速有所放缓, 公司营业总收入也相应受到影响。2014 年及 2015 年 1~3 月, 公司合并口径营业总收入分别为 508.81 亿元和 110.71 亿元, 其中粤电集团营业总收入分别为 507.90 亿元和 110.40 亿元。

从母公司口径来看, 恒健投资作为省政府最大

国有资产经营管理主体, 业务范围主要为资产管理, 母公司的营业收入规模很小。

2014 年及 2015 年 1~3 月, 母公司期间费用分别为 5.88 亿元和 5.09 亿元, 其中财务费用分别为 5.38 亿元和 4.97 亿元, 主要是母公司为发行债券以及借款产生。

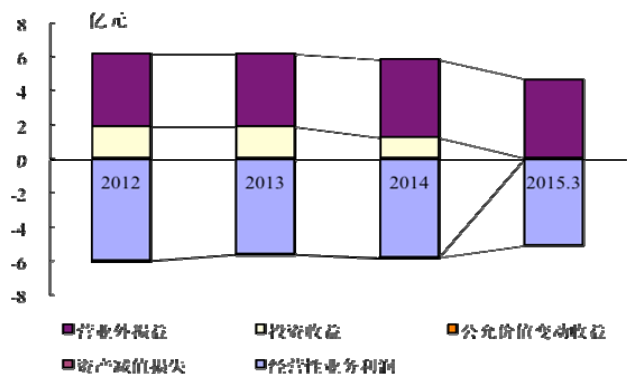
表 4: 2012~2015 年 3 月母公司期间费用分析

项目名称	2012	2013	2014	2015.3
销售费用(亿元)	0.00	--	--	--
管理费用(亿元)	0.46	0.56	0.50	0.12
财务费用(亿元)	5.53	5.10	5.38	4.97
三费合计(亿元)	5.98	5.66	5.88	5.09

资料来源: 公司财务报告

母公司利润来源主要依靠投资收益和营业外损益, 2014 年及 2015 年 1~3 月, 母公司投资收益分别为 1.22 亿元和 0.03 亿元, 营业外损益分别为 4.58 亿元和 4.61 亿元, 主要为财政拨款的用于支付中期票据利息的资金。

图 3: 2012 年~2015 年 3 月母公司利润总额构成



资料来源: 中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看, 受粤电集团业务影响公司整体盈利能力有所下滑, 但母公司依靠投资收益仍具备较好的盈利能力。

现金流

2014 年及 2015 年 1~3 月, 母公司经营活动净现金流分别为 5.55 亿元和 8.49 亿元, 母公司经营活动现金流主要是与下属企业的往来。

2014 年及 2015 年 1~3 月, 母公司投资活动净现金流分别为 -62.04 亿元和 -0.06 亿元, 2014 年 3 月公司以部分中广核集团股权对价款对中广核电

力出资，造成当期投资活动现金流大幅流出。

2014 年及 2015 年 1~3 月，母公司筹资活动净现金流分别为 58.04 亿元和 -5.91 亿元，其中 2014 年母公司收到其他筹资活动有关的现金为 58.52 亿元，是主要的筹资活动现金流入，其中主要是代广东省国资委收到中广核集团股权对价款、国资改革发展基金财政出资资金等。

表 5：2012 年~2015 年 3 月母公司现金流量情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014	2015.3
经营活动现金流入	9.60	13.58	21.02	11.57
经营活动现金流出	16.28	13.55	15.46	3.08
经营活动净现金流	-6.69	0.03	5.55	8.49
投资活动现金流入	19.37	5.19	3.33	0.03
投资活动现金流出	11.81	8.58	65.37	0.09
投资活动净现金流	7.56	-3.39	-62.04	-0.06
筹资活动现金流入	20.50	21.11	83.42	2.00
其中：吸收投资	--	--	--	--
借款	20.32	20.80	24.90	2.00
筹资活动现金流出	17.25	18.96	25.38	7.91
其中：偿还债务	16.05	17.52	19.00	3.20
筹资活动净现金流	3.26	2.14	58.04	-5.91

资料来源：公司财务报告

偿债能力

截至 2014 年末，母公司总债务为 115.20 亿元，其中长期债务为 104.00 亿元。对债务的覆盖能力方面，2014 年母公司总债务/EBITDA 和总债务/经营活动净现金流分别为 18.72 倍和 20.75 倍，母公司自身盈利能力对债务支撑能力有限。对利息的支付能力方面，2014 年母公司 EBITDA 利息保障系数和经营活动净现金流利息保障系数分别为 1.00 倍和 0.90 倍，母公司偿债能力有待加强。此外，政府强有力的财政支持、较强的资本运作能力、实业投资可能获得回报等有利因素会对母公司的偿债能力形成强有力的支撑。

表 6：2012~2014 年母公司偿债能力分析

项目名称	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	108.00	106.00	104.00
总债务（亿元）	118.52	121.80	115.20
资产负债率（%）	27.81	22.48	10.51
总债务/经营活动净现金流（X）	-17.73	3,905.25	20.75
总债务/EBITDA（X）	20.65	19.99	18.72
EBITDA 利息保障系数（X）	1.03	1.11	1.00
经营活动净现金流利息保障倍数（X）	-1.21	0.01	0.90

资料来源：公司财务报告

截至 2015 年 3 月末，母公司银行授信总额为

79.7 亿元，其中未使用授信额度为 63.2 亿元，母公司后备流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月末母公司对宝钢集团广东韶关钢铁有限公司 20 亿元中期票据、20 亿元短期融资券、广东省南方稀土供应链管理有限公司 0.58 亿元贷款、广东恒广源投资有限公司 0.84 亿元贷款以及广东省盐业集团有限公司 5 亿元中期票据提供担保，对外担保总额合计 46.42 亿元。

过往债务履约情况

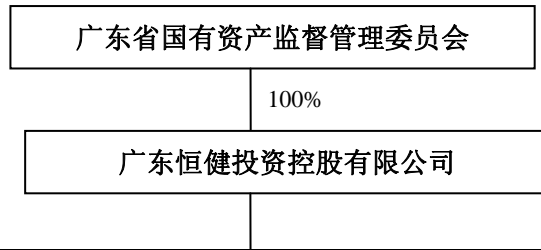
截至 2015 年 3 月末，母公司待偿还债务融资工具余额为 120 亿元，分别为 100 亿元“09 恒健 MTN1”、6 亿元“13 恒健 PPN001”、4 亿元“14 恒健 PPN001”和 10 亿元“14 恒健 CP001”。截至目前，公司均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

根据公司提供的资料，截至 2015 年 3 月末，公司及其子公司无逾期借款或其他不良信用记录。

结论

综上，中诚信国际维持恒健投资主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“09 恒健 MTN1”的信用等级为 AAA，维持“14 恒健 CP001”、“15 恒健 CP001”的信用等级为 A-1。

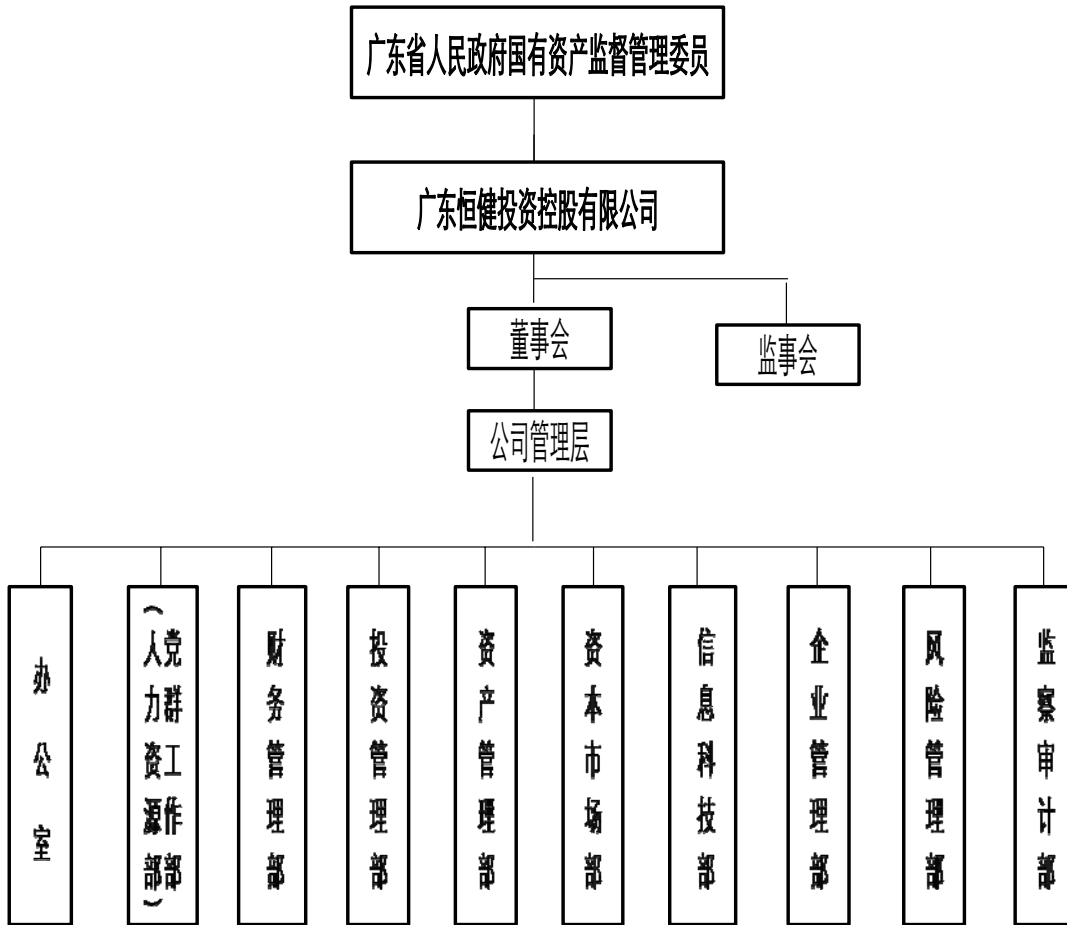
附一：广东恒健投资控股有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



状态	企业名称	持股比例 (%)	
全资	广东恒健创业投资有限公司	100	
	广东恒钜节能环保投资有限公司	100	
	广东恒健资本管理有限公司	100	
	广东恒旺投资发展有限公司	100	
	恒健国际投资控股(香港)有限公司	100	
	广东恒健资产管理有限公司	100	
	广东恒荣农业发展有限公司	100	
	广东省机电设备招标中心	100	
	深圳市广恒顺投资有限公司	100	
	广东恒健云侨科技发展有限公司	100	
	广东恒信基金管理有限公司	100	
	广东恒坤发展投资基金有限公司	100	
	佛山顺德恒健医疗产业建设开发有限公司	100	
	控股	广东粤电集团有限公司	76.00
		广东恒健核子医疗产业有限公司	84.76
广东恒健保险经纪有限公司		51.00	
广东恒汇基金管理有限公司		51.00	
广东恒怡旅游文化产业基金有限公司		60.00	
广东恒和基金管理有限公司		60.00	
广东恒和租赁有限公司		45.00	
中国广核集团有限公司		10.00	
中国广核电力股份有限公司		7.54	
宝钢集团广东韶关钢铁有限公司		49.00	
宝钢湛江钢铁有限公司		10.00	
中航通用飞机有限责任公司		10.00	
参股	广东珠三角城际轨道交通有限公司	21.05	
	红河广源马堵山水电开发有限公司	21.74	
	广物汽贸股份有限公司	1.00	
	广东省南方稀土储备供应链管理有限公司	20.00	
	广东华隧建设股份有限公司	4.785	
	广新海事重工股份有限公司	8.00	
	广东恒尚投资管理有限公司	45.00	
	广东恒正投资有限公司	20.00	
	广东恒广源投资有限公司	48.00	
	中国南方电网有限责任公司	38.40	
广东经石油品有限公司	30.00		
广东恒孚融资租赁有限公司	19.00		

资料来源：公司提供

附二：广东恒健投资控股有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：广东恒健投资控股有限公司主要财务数据与财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2013 期初	2013	2014	2015.3
货币资金	1,470,870.76	1,231,571.54	1,509,876.32	1,471,178.07
交易性金融资产	14,399.93	39,811.62	109,736.74	113,670.78
应收账款净额	525,598.38	583,280.08	428,163.68	450,060.97
存货净额	428,528.22	351,487.91	376,893.65	363,784.07
其他应收款	144,408.95	902,335.52	411,758.77	392,127.23
长期投资	3,412,187.71	4,132,526.77	12,406,890.00	12,399,416.14
固定资产(合计)	8,175,469.78	7,950,605.93	7,787,951.55	7,839,162.52
总资产	14,883,721.59	16,073,559.81	24,074,003.71	24,088,213.63
其他应付款	450,497.47	430,425.53	346,528.79	333,133.12
短期债务	2,100,847.71	2,116,026.36	1,606,003.89	834,005.71
长期债务	5,198,651.18	4,725,473.19	5,258,316.38	5,052,621.37
总债务	7,299,498.89	6,841,499.56	6,864,320.27	5,886,627.09
净债务	5,828,628.14	5,609,928.01	5,354,443.95	4,415,449.01
总负债	8,572,599.70	8,081,451.22	8,038,375.87	7,966,331.58
财务性利息支出	361,245.04	365,013.77	345,169.96	--
资本化利息支出	51,552.33	17,983.14	15,257.16	--
所有者权益(含少数股东权益)	6,311,121.88	7,992,108.59	16,035,627.84	16,121,882.04
营业总收入	5,459,358.96	5,582,984.06	5,088,066.77	1,107,052.55
主营业务利润(三费前利润)	1,152,507.26	1,482,403.78	1,352,371.11	272,861.99
投资收益	41,088.40	72,214.46	116,116.84	39,321.24
EBIT	994,186.68	1,305,748.14	1,237,663.49	--
EBITDA	1,579,694.78	1,951,252.72	1,920,061.39	--
经营活动产生现金净流量	1,212,121.87	1,480,539.77	1,591,989.28	350,640.34
投资活动产生现金净流量	-557,920.66	-805,973.01	-1,341,532.25	-153,292.13
筹资活动产生现金净流量	-854,119.18	-865,712.75	-1,016.08	-213,465.35
现金及现金等价物净增加额	-198,608.16	-192,829.98	247,427.26	-16,047.92
资本支出	494,286.62	585,279.48	807,541.60	160,908.41
财务指标	2013 期初	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	21.92	27.44	27.59	25.57
三费收入比(%)	10.65	10.48	11.41	15.19
EBITDA/营业总收入(%)	28.94	34.95	37.74	--
总资产收益率(%)	6.75	8.44	6.17	--
流动比率(X)	0.83	1.02	1.13	1.25
速动比率(X)	0.70	0.91	0.99	1.10
存货周转率(X)	10.16	10.39	10.12	--
应收账款周转率(X)	9.39	10.07	10.06	--
资产负债率(%)	57.60	50.28	33.39	33.07
总资本化比率(%)	53.63	46.12	29.98	26.75
短期债务/总债务(%)	28.78	30.93	23.40	14.17
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.22	0.23	--
经营活动净现金/短期债务(X)	0.58	0.70	0.99	--
经营活动净现金/利息支出(X)	2.94	3.87	4.42	--
总债务/EBITDA(X)	4.62	3.51	3.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.92	1.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.83	5.09	5.33	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2015年一季度财务报表未经审计；3、将长期应付款中的融资租赁费计入总债务。

附四：广东恒健投资控股有限公司主要财务数据与财务指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	60,203.59	46,112.89	63,567.45	88,839.66
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	3.50	2.50	0.00	0.00
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	95,321.48	932,094.07	444,417.88	414,899.29
长期投资	4,404,274.08	4,899,013.34	13,147,914.28	2,918,669.93
固定资产(合计)	248.79	208.08	273.94	255.76
总资产	4,565,496.18	5,884,050.89	13,663,912.59	13,659,515.24
其他应付款	39,177.85	64,614.02	116,871.10	126,382.01
短期债务	105,200.00	158,000.00	112,000.00	165,000.00
长期债务	1,080,000.00	1,060,000.00	1,040,000.00	1,100,000.00
总债务	1,185,200.00	1,218,000.00	1,152,000.00	1,265,000.00
净债务	1,124,996.41	1,171,887.11	1,088,432.55	1,176,160.34
总负债	1,269,874.43	1,322,515.76	1,436,544.45	1,436,407.93
财务性利息支出	55,479.85	55,088.15	61,508.27	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益(含少数股东权益)	3,295,621.75	4,561,535.13	12,227,368.13	12,223,107.31
营业总收入	180.03	637.00	736.25	270.50
主营业务利润(三费前利润)	102.06	601.65	699.05	255.35
投资收益	18,817.23	18,827.32	12,200.65	291.53
EBIT	57,384.81	60,778.21	61,399.11	--
EBITDA	57,665.15	60,928.74	61,539.87	--
经营活动产生现金净流量	-66,862.73	311.89	55,527.13	84,907.28
投资活动产生现金净流量	75,615.75	-33,899.91	-620,380.07	-619.35
筹资活动产生现金净流量	32,562.91	21,442.33	580,437.50	-59,090.73
现金及现金等价物净增加额	41,315.92	-12,145.69	15,584.56	25,197.21
资本支出	173.80	56.64	172.37	10.87
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	62.24	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	33,236.53	8,885.47	7,987.04	18,820.09
总资产收益率(%)	1.35	1.16	0.55	--
流动比率(X)	0.86	3.75	1.30	1.51
速动比率(X)	0.86	3.75	1.30	1.51
应收账款周转率(X)	45.01	212.33	589.00	--
资产负债率(%)	27.81	22.48	10.51	10.52
总资本化比率(%)	26.45	21.07	8.61	9.38
短期债务/总债务(%)	8.88	12.97	9.72	13.04
经营活动净现金/总债务(X)	-0.06	0.00	0.05	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.64	0.00	0.50	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.21	0.01	0.90	--
总债务/EBITDA(X)	20.65	19.99	18.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.39	0.55	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.03	1.11	1.00	--

注：1、所有财务报表均按新会计准则编制；2、2015年一季度报表未经审计。

注：母公司口径长期股权投资 2013 年期初数较 2012 年末增加 11.40 亿元，2013 年初进行更正，以下分析中 2012 年数据采用 2013 年期初调整数据。

附五：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

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

存货周转率=营业成本合计/存货平均净额

应收账款周转率=营业总收入净额/应收账款平均净额

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（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附六：主体信用等级的符号及定义

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。

附七：票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附八：短期融资券信用等级的符号及定义

等级	含义
A-1	为最高级短期融资券，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。