



信用等级通知书

信评委函字[2019]G327-F1号

广东粤海控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“广东粤海控股集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年八月十二日

广东粤海控股集团有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	广东粤海控股集团有限公司
发行规模	本期债券分为两个品种，品种一发行规模为 4 亿元，品种二发行规模为 6 亿元。
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一发行期限为 5 年，品种二发行期限为 10 年。
债券利率	本期发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国家限定的利率水平。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

粤海控股	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益合计（亿元）	513.50	548.25	605.74	616.66
总资产（亿元）	851.49	868.61	1,027.31	1,086.83
总债务（亿元）	173.67	169.68	260.31	304.63
营业总收入（亿元）	156.56	158.83	175.78	44.93
营业毛利率（%）	49.22	48.82	46.68	50.29
EBITDA（亿元）	65.66	71.53	64.15	-
所有者权益收益率（%）	6.66	6.39	4.39	11.71
资产负债率（%）	39.69	36.88	41.04	43.26
总债务/EBITDA（X）	2.65	2.37	4.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	12.29	9.98	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益；
2、总债务统计口径包括“短期借款”、“长期借款”、“其他非流动负债”、“长期应付款”和“其他应付款”中带息部分；
3、2019 年一季度所有者权益收益率为年化后数据。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“广东粤海控股集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海控股”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映了受评主体粤海控股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。中诚信证评肯定了公司多元化产业布局、主营业务优势明显、财务结构稳健以及外部融资渠道通畅等有利因素对公司业务运营及信用质量的支持；同时，中诚信证评也关注到公司资本性支出规模较大和受汇率变动影响较大等因素对公司信用水平的影响。

正 面

- 产业布局多元。经过多年发展，公司已形成以水务及水环境治理产业、城市综合体产业、产业园及制造业为核心，产业金融为支撑的“3+1”核心主营业务板块布局，多元化经营布局有利于发挥业务板块的协同效应并形成新的利润增长点，增强了公司的整体盈利能力和抗风险能力。
- 业务优势明显且收入相对稳定。目前对公司收入及利润贡献较大的水务及水环境治理业务具有较强的区域及业务垄断性，收入基本稳定，同时物业投资、百货零售及酒店亦可产生稳定的现金流入，加之在麦芽业务方面处于行业领先地位，公司业务优势明显且收入规模相对稳定。
- 财务结构稳健。得益于利润累积夯实自有资本实力，公司财务杠杆比率持续处于较低水平；此外，公司盈利能力很强，对其债务本息形成良好覆盖，财务结构稳健。

分 析 师

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn马慧桐 htma@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月12日

- 外部融资渠道通畅。公司与多家银行保持良好合作关系，未使用授信余额较多，备用流动性充足；同时，公司控股4家香港联交所上市公司，股权及债权融资渠道较为通畅，具有很强的融资能力，为其业务开展提供较好资金支持。

关 注

- 资本性支出规模较大。目前公司商品房及商业广场在建、拟建项目所需资金较多，加之参与PPP水务项目和产业园区开发的资本支出规模较大，需对公司资本支出压力予以关注。
- 受汇率变动影响较大。公司制造业业务对进出口依赖较大，对汇率变动较敏感。人民币对外币的汇率波动或对公司经营情况及财务状况产生一定影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

广东粤海控股集团有限公司（以下或称“粤海控股”或“公司”）前身为广东粤港投资控股有限公司，成立于 2000 年 1 月，初始注册资本 0.01 亿元，是广东省政府为配合粤海企业（集团）有限公司（以下简称“粤海企业”）债务重组而注资成立的国有资产授权经营公司。2007 年 12 月，广东粤港投资控股有限公司更名为广东粤海控股有限公司。2014 年 1 月，广东省国资委批准广东粤海控股有限公司将资本公积中的 9 亿元转增注册资本，增资完成后，公司的注册资本由 1 亿元增加至 10 亿元；2015 年 2 月，经广东省工商行政管理局核准，广东粤海控股有限公司更名为广东粤海控股集团有限公司。截至 2019 年 3 月末，公司注册和实收资本均为 10.00 亿元，实际控制人为广东省人民政府。

公司经营范围涵盖公用事业及基础设施、制造业、房地产、酒店及酒店管理、零售批发、金融等，并确立了以水务及水环境治理产业、城市综合体产业、产业园及制造业为核心，产业金融为支撑的“3+1”新主业板块格局。截至 2019 年 3 月末，公司拥有一级子公司 17 家。公司通过全资子公司粤海控股集团有限公司（以下简称“香港粤海”）控股粤海投资有限公司（以下简称“粤海投资”、HK.0270）、广南（集团）有限公司（以下简称“广南集团”、HK.1203）、粤海置地控股有限公司（以下简称“粤海置地”、HK.0124）和粤海制革有限公司（以下简称“粤海制革”、HK.1058）4 家香港上市公司。

截至 2018 年末，公司资产总额 1,027.31 亿元，所有者权益 605.74 亿元，资产负债率为 41.04%。2018 年公司实现营业总收入 175.78 亿元，净利润 26.60 亿元，经营活动净现金流 57.62 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 1,086.83 亿元，所有者权益 616.66 亿元，资产负债率为 43.26%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 44.93 亿元，净利润 12.18 亿元，经营活动净现金流 3.25 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	广东粤海控股集团有限公司
债券名称	广东粤海控股集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）
发行规模	本期债券分为两个品种，品种一发行规模为 4 亿元，品种二发行规模为 6 亿元
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一发行期限为 5 年，品种二发行期限为 10 年
票面利率	本期发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国家限定的利率水平。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，品种一拟用于偿还公司借款，品种二拟用于建设产业园区

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

水务行业概况

水务行业是关系国计民生的公用事业行业，与人们日常工作、生产和生活关系密切，在国民经济中占有重要地位，是社会进步和经济发展的重要支柱，近年来行业在城镇化进程的推动下发展较快。2015~2017 年我国水的生产和供应业固定资产投资（不含农户）合计分别为 4,117.72 亿元、4,963.52 亿元和 5,509.15 亿元，2017 年全国水利、环境和公共设施管理行业的固定资产投资合计为 82,105 亿元，2018 年同比增长 3.3%。

从行业的竞争格局来看，区域垄断特征明显，但从全国范围来看，行业集中度较低，未来有进一步集中的趋势。一方面在各地水务事业刚刚起步时，主要是由政府作为投资主体，通过前期的管网铺设已经在城镇大部分地区进行了覆盖，后期主要是管网方面的设备维护和更新，因此行业呈现出了以市、县为单位的区域垄断布局。另一方面作为公用事业，水务行业具有初始投资大、投资回收周期长、资金沉淀性强等特点，所以行业进入门槛较高，这也是造成该行业区域垄断特征明显的因素之一。因此从全国范围来看，中国的水务行业集中度较

低，但随着中国水务市场的开放度日益提高，市场主体逐渐增多，行业有进一步集中的趋势，截至2016年12月末，我国水务行业规模以上企业数量达到1,620家，其中，外资以及民营资本凭借资金、技术、管理方面的优势高价收购股权、特许运营权逐步控制中小型城镇的水务市场，国有大型水务企业也凭借资金和运营方面的优势跨地区拓展市场。目前水务市场仍以国有企业为主导，但是市场份额已经逐渐向国有大型水务企业集团以及外资企业集中。目前水务行业竞争主体包括以北控水务集团、首创股份为代表的国有企业，以桑德环境、国祯环保为代表的民营企业以及威立雅、苏伊士为代表的外资企业。中诚信证评认为，资本实力或融资能力、运营能力和政府资源仍然是决定水务企业竞争实力的关键要素，资金实力雄厚、水务产业链完整、运营经验丰富的国有大型水务企业集团具备较强的市场竞争优势，技术领先、融资渠道畅通的民营水务企业亦能够在激烈的市场竞争中占据一席之地。

从水务行业的整个产业链布局来看，主要包括原水供应、自来水供应、污水处理、中水生产以及污泥处理等细分环节，其中原水和自来水供应属于传统公用事业，而污水处理、再生水以及污泥处理属于是近年来伴随着城市化进程以及工业化进程加快的新兴产物，属于朝阳行业。因此企业和居民日常生活中所缴纳的水费也是由产业链的各个环节费用构成，包括水资源费、自来水费、污水处理费、中水费等，其中水资源费通常是由自来水供水企业代收后上交国家；自来水费是自来水企业的主要收入来源，通常是由企业向用户终端收取，该费用包括了原水的生产成本、原水厂利润、自来水生产成本、自来水厂及管网利润及相关税费等；污水处理费也是由自来水企业代收后上交政府，再由政府拨付给污水处理企业，该费用通常是由政府和厂家协议确定。

作为公用事业行业，水务行业是典型的政策导向性和法律法规驱动型行业。从中国水务行业近年来出台的相关政策可以看出，行业的总体方向是加快市场化，推动水价改革以提高节约用水的力度和

促进对水资源的保护。这些政策内容主要包括了市场准入的放开、水价改革、特许经营和加快污水工程建设等方面内容。

随着水务行业投资规模的不断增大，水资源PPP模式的引入使得社会资本在水务行业的加速拥入，且水务公司能以有限的资金做更多的项目。2016年9月以来国家发改委、财政部等主管部门都相继出台相关政策，为水资源PPP模式的深度和广度应用提供了政策推动和支持空间。

表 2：2014 年以来中国水务行业政策出台概况

日期	政策主要内容
2014.01	国家发改委、住建部《关于加快建立完善城镇居民用水阶梯价格制度的指导意见》部署全面实行城镇居民阶梯水价制度。2015 年底前，设市城市原则上要全面实行居民阶梯水价制度；具备实施条件的建制镇，也要积极推进居民阶梯水价制度。
2015.01	国家发改委发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格【2015】119 号）进一步明确不同地区居民与非污水处理的价格调整方案，合理制定和调整收费标准，加大污水处理费的收缴力度。
2015.04	国务院发布《水污染防治行动计划》（以下简称“水十条”）。到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到 2030 年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
2015.07	财政部、环境保护部依据“水十条”制定并印发了《水污染防治专项资金管理办法》，其中明确规定了用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的专项资金实行专款专用。
2015.10	《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》出台，旨在深化重点领域价格改革，充分发挥市场决定价格作用。按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”原则，合理提高污水处理收费标准，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本，探索建立政府向污水处理企业拨付的处理服务费用与污水处理效果挂钩调整机制，对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。
2016.03	国务院发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》。落实最严格的水资源管理制度，实施全民节水行动计划。坚持以水定产、以水定城，对水资源短缺地区实行更严格的产业准入、取用水定额控制。加快农业、工业、城镇节水改造，扎实推进农业综合水价改革，开展节水综合改造示范。用水总量控制在 6,700 亿立方米以内。
2016.06	环保部发布《水污染防治法（修订草案）》（征求意见稿）及其编制说明。这是《水污染防治法》施行 8 年以来的首次大规模修订。修订工作以改善水环境质量为核心，重点针对当前法律实施中

存在的主要问题开展修订。具体修订内容主要包括夯实水环境质量目标管理基础、强化水污染源头预防、完善水污染防治监管制度体系、建立从源头到龙头饮用水安全保障体系、切实落实各方主体责任、综合运用多种手段等方面，为全面推进水污染防治、水生态环境保护 and 饮用水安全保障提供更有力的法律保障。

2016.12 水利部发布《水利改革发展“十三五”规划》。“十三五”期间，我国将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进生态文明建设，明确到2020年，全国重要江河湖泊水功能区水质达标率达到80%以上，新增水土流失综合治理面积27万平方公里，全国年用水总量控制在6,700亿立方米以内，农田灌溉水有效利用系数提高到0.55以上；城镇供水水源地水质全面达标，农村自来水普及率达到80%以上，农村集中式供水人口比例达到85%以上；在农村水利方面，新增农田有效灌溉面积3,000万亩，发展高效节水灌溉面积1亿亩，新增小水电装机容量500万千瓦。

2017.07 财政部发布《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》。通知中称，以全面实施为核心，在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，推进PPP模式应用，对污水和垃圾收集、转运、处理、处置各环节进行系统整合，实现污水处理厂网一体和垃圾处理清洁邻利，有效实施绩效考核和按效付费，通过PPP模式提升相关公共服务质量和效率，总目标为政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式。

2017.11 财政部发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》。各级财政部门要深刻认识当前规范项目库管理的重要意义，及时纠正PPP泛化滥用现象，进一步推进PPP规范发展。各级财政部门应按项目所处阶段将项目库分为项目储备清单和项目管理库，将处于识别阶段的项目，纳入项目储备清单，重点进行项目孵化和推介；将处于准备、采购、执行、移交阶段的项目，纳入项目管理库，按照PPP相关法律法规和制度要求。

2017.11 国资委发布《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》。通知中称，各中央企业要切实承担起对PPP业务管控的主体责任，加强对全集团PPP业务的审计与监督检查，不断提高PPP业务投资经营管理水平。要对PPP业务经营投资责任实施规范化、科学化、全周期管理，完善决策事项履职记录。

2018.04 财政部发布《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》。通知中称，对核查存在问题的173个示范项目分类进行处置，将对PPP项目加强项目规范管理、强化信息公开并建立健全长效管理机制。

2018.06 国家发改委发布《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，要求建立有利于节约用水的价格机制，深入推进农业水价综合改革、深入推进农业水价综合改革、全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度、建立有利于再生水利用的价格政策；完善污水处理收费政策，建立城镇污水处理费动态调整机制、建立企业污水排放差别化收费机制、建立与污水处理标准相协调的收费机制、探索建立污水处理农户付费制度、健全城镇污水处理服务费市场化形成机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

自来水供应

近年来中国供水行业发展较为稳定。根据国家统计局数据，2018年末我国城镇化率增至59.58%，国民经济发展带来的生产用水提升和城镇化带来的居民生活用水规模增加，使人均用水量继续保持上升的趋势。根据《2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年全国全年水资源总量27,960亿立方米。全年总用水量6,110亿立方米，比上年增长1.1%。其中，生活用水增长1.4%，工业用水增长0.6%，农业用水增长1.1%，生态补水增长3.8%。

水价方面，从定价模式来看，中国水价仍然由各地物价局举行价格听证会的方式决定，但是自来水价格正在逐步实现市场化调整。伴随着经济的不断发展和供水成本的不断提升，中国居民用水价格以及工业用水价格也不断上涨，未来仍具备上涨空间。随着中国水务行业的市场化改革逐步推进，水价持续攀升。一方面，中国人均水资源供应不足以及包括药剂和人工成本在内的供水企业成本持续上升；另一方面，中国水价和国际平均水平相比仍处于较低位置，目前中国水价仅为同类型国家水价的1/5~1/4。

总的来看，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，未来用水量将保持稳步上升趋势，并且随着水价改革逐步落实，中国自来水供应价格仍具备一定的上涨空间，因此长期来看，中国供水行业仍将保持稳定增长。

污水处理

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的60%以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国2016年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力14,823万立方米，比上年末增长5.6%；

城市污水处理率为 92.4%，提高 0.5 个百分点。2016 年 12 月，国家发展改革委、水利部、住房城乡建设部联合印发了《水利改革发展“十三五”规划》（以下简称《规划》）。规划指出，在“十三五”期间，我国将以江河流域系统整治和水生态保护修复为着力点推进水生态文明建设，明确到 2020 年，县城、城市污水处理率分别达到 85%、95%。

污水处理收费方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。同时，污水处理行业是典型的公用事业，因此污水处理价格受产业政策影响较大。近年来，国家政策不断向行业倾斜。2015 年 1 月，国家发改委、财政部和住建部联合下发《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，该通知明确规定：2016 年底前，设市城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民用户不低于 0.95 元，非居民用户不低于 1.40 元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民用户不低于 0.85 元，非居民用户不低于 1.20 元；已经达到最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。

2015 年 10 月 12 日，《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（以下简称“《意见》”）出台，旨在深化重点领域价格改革，充分发挥市场决定价格作用。《意见》指出，政府应当统筹运用环保税收、收费及相关服务价格政策，加大经济杠杆调节力度，逐步使企业排放各类污染物承担的支出高于主动治理成本，提高企业主动治污减排的积极性。按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”原则，合理提高污水处理收费标准，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本，探索建立政府向污水处理企业拨付的处理服务费用与污水处理效果挂钩调整机制，对污水处理资源化利用实行鼓励性价格政策。同时，积极推进排污权有偿使用和交易试点工作，完善排污权交易价格体系，运用市场手段引导企业主

动治污减排。

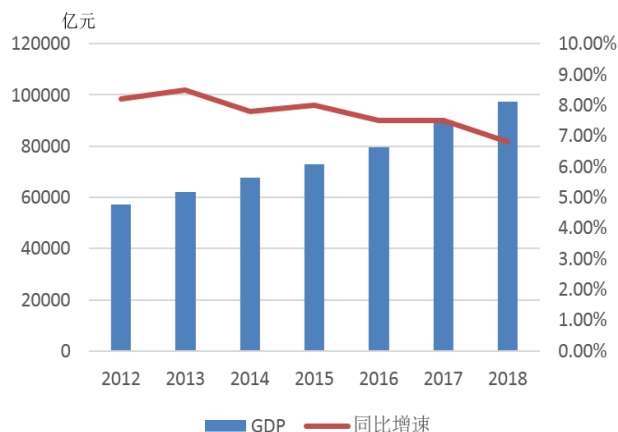
综上所述，中诚信证评认为在中国城市化进程以及工业化进程加速推动下，污水排放量仍将保持稳步增长。考虑到中国污水处理率尤其是县、镇级污水处理率仍存在一定的提升空间，因此我们认为中国污水处理行业仍会保持旺盛的市场需求。

广东省经济环境

广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，东邻福建，西连广西，南临南海，北接江西、湖南，是我国第一经济大省。广东省幅员面积 17.97 万平方公里，拥有发达的内陆水系和海洋资源，省内主要河系有珠江、西江、东江和北江等，同时全省大陆海岸线长 4,114.3 千米，居全国第一位。广东省下辖 21 个地级市，截至 2018 年末，广东省常住人口 11,346 万人，其中城镇常住人口 8,021.62 万人，城镇化水平较高。

广东省是中国南部的综合交通枢纽，航运方面，珠江是华南水上运输的大动脉，通航能力仅次于长江，居全国的第二位。广东省拥有优良的港口资源有广州港、深圳港、汕头港和湛江港等，2018 年全省港口年货物吞吐量达 211,037 万吨，较上年增长 6.6%，为全省发展外向型经济奠定基础。陆运方面，广东省拥有京广、京九、广深等 12 条铁路网，武广高铁、广深港高铁、厦深高铁、贵广高铁的开通进一步连通了广东与中、西部经济贸易圈。公路方面，截至 2018 年末全省公路通车里程 21.8 万公里，其中，高速公路里程 9,003 公里，城际交通便利。空运方面，截至 2018 年末广东拥有广州白云国际机场、深圳宝安国际机场以及珠海、汕头等区域性机场，当年全年旅客运输总量 12,912 万人，旅客运输周转量 2,416.25 亿人公里。

图 1: 2012~2018 年广东省 GDP 及增速情况



资料来源：广东省统计局，中诚信证评整理

广东省是我国经济最发达省份之一，综合经济实力连续居全国前列。1978 年以来，广东省作为我国率先实行改革开放的省份之一，依托政策优势和区位优势，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，社会经济得到快速发展。自 1989 年至今，广东省地区生产总值在全国一直名列前茅，近年来广东省 GDP 保持平稳增长。2016~2018 年广东省实现地区生产总值（GDP）分别为 79,512.05 亿元、89,879.23 亿元和 97,277.77 亿元，截至 2018 年末三次产业结构比为 4.0:41.8:54.2，产业结构持续优化。

工业运行方面，2015~2017 年广东省全年全部工业增加值分别为 30,259.49 亿元、32,196.10 亿元和 33,071.99 亿元，2018 年同比增长 5.9%。2018 年广东省规模以上工业增加值同比增长 6.3%。高技术制造业和先进制造业是广东省工业发展增速的主要推动力，2018 年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重为 31.5%。

固定资产投资方面，2015~2017 年广东省固定资产投资额分别为 30,031.20 亿元、33,008.86 亿元和 37,477.96 亿元，2018 年较上年增长 10.7%。具体来看，2018 年全省第一产业投资较上年下降 20.9%；第二产业投资较上年增长 0.6%；第三产业投资较上年增长 14.9%。此外，受全国房地产市场回暖影响，当年全省房地产开发企业共完成房地产开发投资 14,412.19 亿元，比上年增长 19.3%，其中

商品住宅开发投资 9,757.86 亿元，较上年增长 20.5%。

区域发展战略方面，根据国家“十三五”规划纲要，深圳、广州等珠三角 9 个城市和香港、澳门 2 个特别行政区联合推进建设粤港澳大湾区，强化粤港澳合作，深化泛珠三角区域发展，实现跨省区重大合作平台建设。粤港澳大湾区面积 5.6 万平方公里，覆盖人口 6,600 万，机场旅客吞吐量超 2 亿人次，货邮吞吐量接近 800 万吨。从这些方面来看，粤港澳大湾区已具备成为国际一流湾区和世界级城市群的经济体量和条件，并且蕴含较大的潜力。

财政收入方面，随着经济的发展，近年来广东省财政收入增长较快，且收支相对平衡。2016~2018 年广东省一般公共预算收入稳定增加，分别为 10,390.33 亿元、11,315.21 亿元和 12,102.90 亿元，其中税收收入是其主要收入来源，分别占一般公共预算收入的 77.94%、78.39% 和 80.5%，收入结构较为稳定；同期，广东省政府性基金收入分别为 3,869.99 亿元、5,622.15 亿元和 5,886.85 亿元，受房地产市场行情趋好影响，呈逐年增长趋势。

财政支出方面，2016~2018 年广东省一般公共预算支出分别为 13,447.42 亿元、15,043.09 亿元和 15,737.37 亿元，主要是教育支出、一般公共服务支出和社会保障与就业等刚性支出占比较大，且随着加大对科技创新驱动战略的支持力度，科学技术支出上升较快；同期，广东省政府性基金支出分别为 3,471.95 亿元、4,963.11 亿元和 5,474.04 亿元。

表 3: 2016~2018 年广东省财政收支情况

单位：亿元			
项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	10,390.33	11,315.21	12,102.90
其中：税收收入	8,098.62	8,869.91	9,737.33
非税收入	2,291.71	2,445.30	2,365.57
政府性基金收入	3,869.99	5,622.15	5,886.85
一般公共预算支出	13,447.42	15,043.09	15,737.37
政府性基金支出	3,471.95	4,963.11	5,474.04
财政平衡率	77.27%	75.22%	76.91%

数据来源：广州市财政局，中诚信证评整理

财政平衡方面，2016~2018 年，广东省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别

为 77.27%、75.22%和 76.91%，呈现一定波动，整体上财政自给能力较为一般。

总的来看，广东省作为国内经济发达省份，经济发展势头良好，整体经济水平较高，财政实力亦实现快速增长，对全省的经济提升起到了有力的支撑作用。

竞争实力

主营业务优势明显，且多元化业务布局有利于分散风险

经过多年的经营发展，公司进一步优化自身业务结构，发展自身核心竞争优势，形成了以水务及水环境治理产业、城市综合体产业、产业园及制造业为核心，产业金融为支撑的“3+1”多元化业务布局。

具体来看，在水务方面，公司具有从原水供应、城市供水和污水处理等水务一体化产业格局，在运营成本、运行效率和区域垄断性等方面具有明显优势，构成了公司收入及利润最重要部分；同时，公司控股的中山火电的装机容量的提升对营业收入形成一定支撑。在城市综合体业务方面，依托“天河城”、“丽江花园”等优异的商业和地产品牌优势、长期合作的客户和持有优质的商业物业资源，配合公司成熟的房地产开发、零售百货和酒店经营业务，公司在城市综合体开发及运营中具有较大的协同效应。在产品制造方面，公司旗下的麦芽生产厂商广东粤海永顺泰麦芽有限公司（以下简称“永顺泰”）具有行业领先的规模及品牌优势，在华东区和华南区占有率情况较好，下游客户优质且稳定。此外，公司积极拓展新兴的现代新兴产业园区及产业金融业务，有利于产业链的延伸、风险的分散及协同作用的有效发挥。

良好的资本结构及融资能力

得益于主营业务的稳步开展，公司具备很强盈利能力，利润累积不断充实自有资本，财务杠杆比例降低至较低水平。同时，公司公用事业及物业投资可产生稳定的现金流入，近年来公司货币资金充裕，债务期限结构持续优化，财务结构稳健。公司是各家银行重点营销和主动授信的优质客户，一直

与银行保持良好的合作关系。截至 2019 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 1,208.13 亿元；其中，未使用授信额度 1,049.47 亿元。此外，公司拥有粤海投资、广南集团、粤海置地和粤海制革 4 家香港上市公司，股权及债权融资渠道畅通，整体备用流动性充足，融资能力很强。

总的来看，公司自身多元化业务经营优势明显，且融资能力和综合能力均很强。

业务运营

公司业务范围广泛，包括公用事业、城市综合体、制造业及其他等多个业务板块。作为广东省属国有资产管理平台，公司承担了为社会提供公共服务的职责，负责水务、电力供应及公路等多个公用事业类业务。近年来，公司主营业务收入稳定增长，2016~2018 年公司分别实现主营业务收入 154.26 亿元、156.00 亿元和 172.67 亿元。其中，水电公路实现业务收入分别为 70.76 亿元、81.11 亿元和 89.29 亿元，占总收入比重分别为 45.87%、52.00%和 51.71%，为公司业务收入的最主要来源。2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 43.66 亿元。

表 4：2016~2019.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位：亿元

业务板块	2016		2017		2018		2019.Q1	
	主营收入	收入占比	主营收入	收入占比	主营收入	收入占比	主营收入	收入占比
水务及水环境治理	58.18	37.71%	65.95	42.28%	72.10	41.75%	18.69	42.82%
电力供应	7.14	4.63%	9.22	5.91%	10.84	6.28%	2.45	5.60%
公路	5.44	3.53%	5.93	3.80%	6.35	3.68%	1.72	3.93%
水电公路	70.76	45.87%	81.11	52.00%	89.29	51.71%	22.86	52.35%
麦芽制造及销售	24.76	16.05%	23.82	15.27%	25.18	14.59%	6.68	15.29%
马口铁制造及销售	15.58	10.10%	15.44	9.90%	20.41	11.82%	4.25	9.75%
皮革制造及销售	3.91	2.53%	2.79	1.79%	2.01	1.17%	0.55	1.25%
制造业务	44.24	28.68%	42.05	26.96%	47.61	27.57%	11.48	26.29%
商品房销售	9.97	6.46%	1.17	0.75%	3.89	2.25%	1.65	3.78%
物业投资及发展	12.07	7.83%	13.83	8.87%	14.09	8.16%	4.11	9.42%
百货零售	6.13	3.98%	6.24	4.00%	6.05	3.50%	1.83	4.19%
酒店业	6.79	4.40%	6.92	4.44%	7.17	4.15%	1.67	3.82%
城市综合体	34.96	22.67%	28.16	18.05%	31.20	18.07%	9.26	21.21%
其他	4.29	2.78%	4.67	3.00%	4.58	2.65%	0.06	0.15%
合计	154.26	100.00%	156.00	100.00%	172.67	100.00%	43.66	100.00%

资料来源：公司资料，中诚信证评整理

水务及水环境治理

公司水务及水环境治理业务涉及原水供应、城市自来水供应和污水处理在内的“上-中-下”水产业

链，是公司最主要的收入来源，主要由粤海投资及其子公司负责运营。

表 5：2016~2019.Q1 公司水务及水环境治理业务收入情况

单位：亿元

项目	2016		2017		2018		2019.Q1	
	收入总额	占比	收入总额	占比	收入总额	占比	收入总额	占比
原水供应业务	48.82	83.91%	54.43	82.53%	54.61	75.75%	14.75	78.92%
其中：对港	38.41	66.02%	41.42	62.81%	40.47	56.13%	11.28	60.35%
对深	8.52	14.64%	9.49	14.39%	10.34	14.34%	2.49	13.32%
对莞	1.44	2.48%	1.73	2.62%	1.97	2.73%	0.48	2.57%
对骆马湖	0.45	0.77%	1.79	2.71%	1.84	2.55%	0.50	2.68%
对盐城	-	-	-	-	-	-	0.00	0.00%
城市供水业务	8.24	14.16%	10.39	15.76%	16.18	22.44%	3.57	19.10%
污水处理业务	1.12	1.93%	1.13	1.71%	1.30	1.81%	0.37	1.98%
合计	58.18	100.00%	65.95	100.00%	72.10	100.00%	18.69	100.00%

资料来源：公司资料，中诚信证评整理

原水供应

公司原水供水区域包括香港、深圳及东莞供水工程沿线八镇、江苏徐州和盐城。其中，东深工程是从东江抽取原水，并经供水管道输送销售给香

港、深圳以及东莞供水工程沿线八镇（桥头、常平、黄江、谢岗、清溪、樟木头、塘厦、凤岗），是公司最主要的收入和利润来源。按照公司与广东省政府于 2000 年 8 月签订的“水转让计划合同”，粤海投

资旗下广东粤港供水有限公司（以下简称“供水公司”）获得自 2000 年 8 月 18 日起计为期 30 年的对香港、深圳及东莞的原水供应经营权。该经营权包括允许供水公司在东莞桥头镇从东江抽取 24.23 亿立方米/年的淡水，并销售给香港（独家经营权）、深圳及东莞用户（非独家经营权）。截至 2019 年 3 月末，公司供水服务区域面积超过 13,197.99 平方公里。

在原水供应收费模式方面，根据广东省政府与香港政府每三年一签的《关于从东江供水给香港的协议》（以下简称“供水协议”），公司每年按约定的年购水固定金额确定收入规模。根据 2015 年以及 2017 年最新协议条款，2015~2020 年香港政府每年购水固定金额分别为 42.23 亿港元、44.92 亿港元、47.78 亿港元、47.93 亿港元、48.07 亿港元和 48.21 亿港元。同时，公司面向深圳和东莞的原水供应业务并非独家经营权，收入按照供水量及当地水价来确认，供水量与当地下游自来水公司水库原水储备量相关。2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司原水供应业务收入分别为 48.82 亿元、54.43 亿元、54.61 亿元和 14.75 亿元，占同期水资源业务收入的比例分别为 83.91%、82.53%、75.75% 和 78.92%。

此外，公司在 2016 年成功中标徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 水务项目（以下简称“骆马湖项目”），该项目为国家财政部首批向社会公开招标的 30 个 PPP 示范项目之一，总投资约 24 亿元，包括骆马湖水源地及原水管线新建工程、微山湖水源地及原水管线项目现有工程资产，设计产能共 120 万吨/日，已于 2016 年 9 月投入运营。公司与徐州市新水国有资产经营有限责任公司（以下简称“新水公司”）共同成立徐州粤海水务有限责任公司（以下简称“徐州粤海水务”）作为项目公司。其中，新水公司占股 26%，公司占股 74%（其中 25% 股权公司平价转让给江苏省 PPP 基金）。项目采用“移交-运营-移交”运营模式，项目公司受让骆马湖及微山湖供水设施等资产，徐州市政府授予项目公司在项目特许经营期内的特许经营权，项目特许经营期为项目商业运行日起 29.5 年，特许经营期满后按照审计后净资产价值有偿将项目交还政府部门。

2017~2018 年以及 2019 年 1~3 月，徐州粤海水务公司原水供应量分别为 14,405.68 万吨、19,351.96 万吨和 5,384.65 万吨，分别实现收入 17,876.90 万元、18,392.79 万元和 5,040.73 万元，净利润分别为 7,344.68 万元、8,225.77 万元和 1,790.10 万元。

2017 年，公司成功中标盐城市新水源地及引水工程 PPP 项目（以下简称“盐城项目”）。盐城项目主要为盐城市市区以及下辖大丰区、建湖县、射阳县四地的新水源供应原水，设计总供水规模 115 万吨/日，预计项目总投资为 37.41 亿元，截至 2019 年 3 月末，已完成投资 31.52 亿元。盐城项目采用 PPP 的运作方式，由公司、盐城市市政公用投资有限公司以及中政企江苏省 PPP 合作基金共同出资设立项目公司盐城粤海水务有限公司，上述企业持股比例分别为 49%、30% 和 21%。盐城市人民政府授予项目公司原水工程融资和运营的特许经营权，特许经营期为 2019 年至 2043 年。项目建设由盐城市政府负责，社会投资人负责项目融资和项目建设的监督工作，项目建成后由项目公司负责特许经营期内的运营维护。盐城项目主线工程于 2018 年 6 月 30 日实现通水代运行，支线工程分标段陆续于 2018 年 7 月至 2019 年 4 月实现通水代运行。

公司拟建的重大水资源项目为珠江三角洲水资源配置工程项目（以下简称“水资源配置工程”）。水资源配置工程由广东粤海水务股份有限公司（以下简称“粤海水务”）、广州南沙资产经营有限公司、深圳市特区建设发展集团有限公司和东莞市东江水务有限公司共同组建的广东粤海珠三角供水有限公司（以下简称“项目公司”）负责融资、建设、运营及维护。粤海水务持有项目公司 34% 股权，为第一大股东，且能够对项目公司实施控制，故粤海控股已将项目公司纳入其合并财务报表范围内。水资源配置工程的建设任务为从西江水系向珠江三角洲东部地区引水，解决城市生活、生产缺水问题，提高供水保证程度，为香港特别行政区、广州市番禺区、佛山市顺德区等地区提供应急备用供水条件。工程由输水干线（鲤鱼洲取水口~罗田水库）、深圳分干线（罗田水库~公明水库）、东莞分干线（罗田水库~松木山水库）和南沙支线（高新沙水

库~黄阁水厂)组成。主要建筑物包括鲤鱼洲取水泵站、高新沙加压泵站、罗田加压泵站、鲤鱼洲、沙溪高位水池,高新沙水库,以及5座输水隧洞、1条输水管道、1座倒虹吸、4座进库闸等。输水线路总长度113.2公里,其中隧洞线路长110.2公里。高新沙水库总库容482万立方米,其中兴利库容420万立方米。水资源配置工程概算总投资估算为353.99亿元,静态总投资为339.48亿元,工程静态总投资的58%为项目资本金,另42%的资金需求由广东省人民政府发行专项债券实现,项目资本金投入为196.92亿元,公司出资50.51亿元。资金平衡方面,水资源配置工程主要回款为水费收入,由广州、深圳和东莞三市政府向项目公司进行支付。水资源配置工程主体工程已于2019年5月份开工,工期为60个月。

城市供水

城市供水方面,公司城市供水业务主要由粤海水务及粤海投资旗下粤海水务集团(香港)有限公司(以下简称“粤海水务香港”)负责运营。截至2019年3月末,公司拥有自来水公司19家(其中17家公司控股),服务区域包括江苏、广东、广西、海南等地,主要水源为梅江河、长江、东江、北江、桂江、浔江等河流。截至2019年3月末,公司拥有管网约6,775.24公里。

在自来水生产成本中,净水成本为主要生产成本,净水过程中人员工资、动力消耗以及化学药剂等成为影响成本的重要因素,成本相对稳定。自来水的终端需求量由工业需求和居民生活需求构成,居民生活需求较为稳定,而工业需求取决于当地的经济发展形势。受业务扩展影响,公司供水量持续增长,2016~2018年公司供水总量分别为23.06亿吨、26.05亿吨和31.27亿吨,平均日供水量分别为631.78万吨、713.70万吨和856.71万吨。

自来水水价由相关法律法规规定,并由自来水公司所在地的省、市物价管理部门审批,2018年,各自来水公司平均售水价位于1.44元/吨~2.69元/吨之间。

受供水量增加影响,公司供水收入持续增长,2016~2018年及2019年1~3月,公司城市供水收入

分别为8.24亿元、10.39亿元、16.18亿元和3.57亿元,占同期公司水资源业务收入的比例分别为14.16%、15.76%、22.44%和19.10%。

污水处理业务

污水处理方面,公司污水处理业务主要由粤海水务及粤海水务香港负责运营。截至2019年3月末,公司拥有污水处理公司18家、运营污水处理厂21家,服务区域包括广东、海南、广西和贵州等地。

公司污水处理业务范围为服务区域内生活污水的处理,业务运营模式为自主投资运营,其污水处理费结算方式为政府根据当地污水处理费征收标准征收污水处理费并与污水处理公司结算服务费用。

2016~2018年及2019年1~3月,公司污水处理收入分别为1.12亿元、1.13亿元、1.30亿元和0.37亿元,业务收入占同期公司水资源业务收入比例分别为1.93%、1.71%、1.81%和1.98%,占比较小,尚处于发展阶段。

在建以及新建污水处理项目方面,粤海投资于2018年在广东省梅州市就新建及扩建现有的污水处理厂订立了特许经营补充协议,此外粤海投资在广东省阳江市、阳山县、仁化县、吴川市、湖北省恩施市以及贵州省六盘水市成功投得七个新的水资源项目及建设相关排水管网及配套设施。新建及扩建项目的总投资成本预计为58.93亿元。

2018年公司水资源业务中前五大客户销售收入总额为49.03亿元,占当年公司水务及水环境治理业务收入的比例为68.00%。

表6: 2018年公司水资源业务前五大客户情况

单位: 亿元

序号	销售收入	占水资源业务总收入比例
第一名	40.21	55.77%
第二名	5.05	7.00%
第三名	2.49	3.45%
第四名	0.72	1.00%
第五名	0.56	0.78%
合计	49.03	68.00%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来看, 公司水资源业务中原水供应业务具

有区域垄断性，是公司营业收入的主要来源；同时，随着公司在城市自来水供应及污水处理业务布局力度的加强，公司水务板块整体实力不断上升。

电力供应

公司电力供应业务由粤海投资负责投资运营，截至 2019 年 3 月末，粤海投资控股中山火力发电有限公司（以下简称“中山火电”），并参股广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“靖海发电”）。公司控股的发电厂所发电量均直接并入南方电网销

售。

中山火电为公司间接控股子公司。截至 2019 年 3 月末，粤海投资持有中山火电有效股权比例 71.25%。装机容量方面，2016 年起中山火电装机容量为 600 兆瓦。售电方面，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月中山火电售电量分别为 19.26 亿千瓦时、24.16 亿千瓦时、27.94 亿千瓦时和 4.93 亿千瓦时；同期，实现收入分别为 7.14 亿元、9.22 亿元、10.84 亿元和 1.89 亿元。

表 7：2016~2019.Q1 公司控股电厂售电情况

单位：亿千瓦时、亿元

电厂	2016		2017		2018		2019.Q1	
	售电量	售电收入	售电量	售电收入	售电量	售电收入	售电量	售电收入
中山火电	19.26	7.14	24.16	9.22	27.94	10.84	4.93	1.89

注：中山火电售电收入仅为供电收入，不包括供气收入。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股电厂方面，截至 2019 年 3 月末，公司对靖海发电有效股权占比为 14.12%，靖海发电的装机容量为 3,200 兆瓦。2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，靖海发电的售电量分别为 105.89 亿千瓦时、128.96 亿千瓦时、134.64 亿千瓦时和 22.84 亿千瓦时，同期靖海发电的售电收入分别为 47.03 亿港元、55.06 亿港元、57.16 亿港元和 9.91 亿港元，受发电耗用标煤价格上涨影响，公司来自于参股电厂的投资收益逐年下降，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月分别为 1.16 亿港元、6,129.56 万港元、2,914.20 万港元和 1,081.90 万港元。

总的来看，公司电厂项目均处于广东省境内，区域较为集中，整体规模较小，占公司营业总收入比例不大。

公路运营

公司公路业务由粤海投资负责。截至 2019 年 3 月末，公司持有的公路仅兴六高速公路一条，持股比例为 54.56%。

兴六高速公路于 2003 年 8 月通车，经营期至 2032 年 9 月 5 日，主线全长 99.57 公里，为双向 4 车道高速公路；三条支线合计 52.72 公里，其中两条为双向 4 车道一级公路，一条为双向 2 车道二级公路，共有收费站 5 个。收费标准方面，基本收费标准和桥隧收费标准均采用按车型收费及按计重

收费两种方式。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，兴六高速日均收费车流量为 1.91 万辆次、2.09 万辆次、2.24 万辆次和 2.71 万辆次，收入分别为 5.44 亿元、5.93 亿元、6.35 亿元和 1.72 亿元。

表 8：截至 2019 年 3 月末兴六高速基本收费标准

计价方式	分类	收费标准
按车型分类（元/车公里）	一类（A 型）	0.40
	二类（B 型）	0.80
	三类（C 型）	1.20
	四类（D 型）	1.44 货车车型费率； 1.45 客车费率
	五类（E 型）	1.68
按计重（元/吨/公里）	载货类汽车	0.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：截至 2019 年 3 月末兴六高速桥隧收费标准

车型	计费单位	1 类桥隧	2 类桥隧	3 类桥隧
一类（A 型）	元/车次	1.20	2.20	3.20
二类（B 型）		2.40	4.40	6.40
三类（C 型）		3.00	5.50	8.00
四类（D 型）		3.60	6.60	9.60
载货类汽车	元/吨公里	0.10		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司水务、电力及公路等公用事业类业务具有较强的垄断性及资源优势，为其带来了稳定业务收入及利润规模。

城市综合体

房地产开发

公司房地产开发的经营主体为广东粤港投资开发有限公司、粤海房地产开发（中国）有限公司（以下简称“粤海地产”）及粤海置地。公司房地产开发业务以广州为核心地区，同时以广东省内其他城市为主要辐射区域，目前项目主要分布于广州老城区、珠江新城及番禺等区域。公司根据每个房地产项目成立相应的项目公司，项目公司以房地产开发暂定资质为主，拥有的最高级资质为房地产开发三级资质。

公司下属的粤海地产已有 25 年的房地产开发

经验，累计开发商住型房地产总面积已超过 180 万平方米，已成功开发、经营“粤海 番禺丽江花园”、“粤海 广州丽江花园”、“粤海 惠阳丽江花园”等大型住宅项目，在广州具备较高的市场认可度及品牌知名度。

商品房销售方面，截至 2019 年 3 月末，公司在售项目主要系丽江如英居（如英居项目）、宝华轩（文昌南项目）和拾桂府（珠光路项目），实现销售面积 10.38 万平方米，剩余可售面积 6.83 万平方米、销售金额 22.34 亿元，累计回笼资金 25.48 亿元。

表 10：截至 2019 年 3 月末公司在售项目情况

单位：万平方米、亿元

区域	项目名称	产品类别	总投资额	总建筑面积	已销售面积	剩余可售面积	确认收入	回笼资金
广州市番禺区	丽江如英居	住宅	8.12	12.62	9.36	0.90	18.49	19.21
广州市荔湾区	宝华轩	住宅	1.00	0.52	0.35	0.04	1.33	1.38
广州市越秀区	拾桂府	住宅	20.38	11.82	0.67	5.89	2.52	4.89
合计			29.50	24.96	10.38	6.83	22.34	25.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

业务收入方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房地产开发收入分别为 9.97 亿元、1.17 亿元、3.89 亿元和 1.65 亿元，2018 年房地产收入有所增长原因主要系拾桂府等项目销售面积增加影响。

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目包括南海和顺项目和泰康路项目，计划总投

资 48.82 亿元，已完成投资 25.14 亿元。其中，泰康路项目于 2017 年 3 月开工；南海和顺项目系公司与白天鹅酒店集团下属白天鹅房地产开发公司合作开发项目，公司持股比例为 51%。拟建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司拟建房产项目为惠州大亚湾项目，受当地政府规划变动及村民违建等问题影响，该项目现处于可研状态。

表 11：截至 2019 年 3 月末公司在建商品房情况

单位：万平方米、亿元

所在地区	项目名称	项目类别	总建筑面积	预计总投资	已完成投资
佛山市南海区	南海和顺项目	商住	17.37	12.99	4.64
广州市越秀区	泰康路项目	商住	11.48	35.83	20.50
合计			28.85	48.82	25.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商业物业开发及运营

公司物业业务主要包括以天河城为品牌的商业地产开发及其他物业经营，主要通过粤海投资持有物业资产并进行租赁运营。现有物业包括广东天河城购物中心、香港粤海投资大厦、粤海天河城大厦和天津天河城购物中心，物业形态包括商场和写

字楼。

广东天河城购物中心位于广州城市新中轴线上，占据天河商圈的中心位置，1996 年 8 月开业运营，具备良好的品牌效应；粤海天河城大厦与天河城购物中心相邻，为一座 45 层高的甲级写字楼，于 2007 年投入使用；香港粤海投资大厦位于香港

中环干诺道中，此物业为一幢 28 层高商业楼宇，包括写字楼及地下商铺，截至 2019 年 3 月末公司持有物业出租率维持在 97% 以上水平。天津天河城购物中心为公司商业地产在广东省外拓展的首个项目，项目位于天津即将兴建的三号线、四号线交汇处，交通便利，项目定位为大型现代化购物中心，

总建筑面积约 20.50 万平方米，其中 14.00 万平方米作为出租用途，于 2017 年 6 月开业。此外，公司还有少量工业厂房租赁收入。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司物业投资所带来的收入分别为 12.07 亿元、13.83 亿元、14.09 亿元和 4.11 亿元。

表 12：2016~2019.Q1 公司持有物业资产及运营情况

单位：亿港元、%

项目名称	2016		2017		2018		2019.Q1	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
广东天河城购物中心	9.40	99.80	9.39	99.90	9.92	99.9	2.45	99.9
粤海天河城大厦	2.13	95.50	1.97	92.70	1.68	98.2	0.45	97.1
香港粤海投资大厦	0.54	100.00	0.55	100.00	2.16	98.5	0.54	97.1
天津天河城购物中心	-	-	0.82	96.70	0.57	99.5	0.14	99.5
合计	12.07	-	12.73	-	14.33	-	3.58	-

注：收入已扣除营业税金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建商业地产项目方面，公司现有在建项目包括三诚国际金融中心、粤海广场和粤海城。三诚国际金融中心项目位于广州市珠江新城新轴线区域，定位为大型超甲级写字楼、高档商业和餐饮，由两栋塔楼、八栋 3 层独栋商业建筑及配套停车场组成；粤海广场位于番禺万博中央商务区，项目定位为广州新商业区，由购物中心、写字楼及商铺组成；粤海城属于深圳旧城改造项目，毗邻黄金及珠宝交易中心，故该项目建成后将打造成以珠宝为主题的多元商业综合体，项目第一期预计于 2021 年 9 月竣工，第二期于 2018 年 6 月施工及将约于 2023 年 7 月竣工。上述 3 个项目规划建筑面积为 115.40 万平方米。

表 13：截至 2019 年 3 月末公司在建商业地产项目情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	规划建筑面积	计划总投资额	已投资
粤海广场	38.53	44.17	25.52
三诚国际金融中心	30.66	84.16	45.94
粤海城	46.21	109.00	33.99
合计	115.40	237.33	105.45

注：粤海广场原称为“番禺万博天河城”，粤海城原称为“深圳布心项目”。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

百货零售业

公司百货零售业务由粤海投资下属企业广东天河城百货有限公司和广州市天河城万博百货有限公司负责具体运营。截至 2019 年 3 月末，公司运营中的百货商场有天河城百货店、万博百货店、名盛百货店、东圃百货店、奥体百货店、东莞百货店、南海百货店和天津天河城百货店等八家店面，主要位于广东及周边城市，粤海仰忠汇百货店已于 2018 年 10 月停业。

经营方面，公司各百货门店主要采用购销、代销、联营三种经营方式，其中联营模式是天河城百货经营中最主要的经营模式，即由供应商提供商品在天河城百货指定区域设立品牌专柜，双方合作经营，天河城百货根据销售额按一定比例与供应商进行分成，为确保利润，部分专柜会设定最低提成金额。同时，公司各百货门店为保障自身收入水平，会不定期进行以天河城品牌效应为基础的推广宣传活动。2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，公司百货零售业共实现营业收入 6.13 亿元、6.24 亿元、6.05 亿元和 1.83 亿元。

酒店业

公司酒店管理业务主要由粤海投资经营。截至 2019 年 3 月末，粤海投资集团旗下的酒店管理团队

管理共 37 间酒店，其中 2 间位于香港、1 间位于澳门、34 间位于中国内地。公司拥有 5 间酒店（2 间位于香港、1 间位于深圳、1 间位于珠海及 1 间位于广州），其中位于广州的粤海喜来登酒店为五星级酒店，于 2011 年 7 月开业，由喜来登海外管理公司管理。2018 年粤海喜来登酒店的平均房价为 1,284.36 港元/间/日，同期平均入住率为 93.16%；2019 年 1~3 月，粤海喜来登酒店的平均房价为 1,223 港元/间/日，同期平均入住率为 93.9%。

公司经营了多层次、多品牌的酒店，能在一定程度上满足不同客户的需求，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司酒店分别实现收入 6.79 亿元、6.92 亿元、7.17 亿元和 1.67 亿元。

总的来看，公司城市综合体业务涵盖商品房开发、物业投资、百货零售及酒店等多种业态，近年来业务开展顺利，在广州具有较高的市场认可度及品牌知名度，其中物业投资带来了稳定的现金流入。同时，中诚信证评关注到公司在建商业地产投资规模较大，或对公司形成一定的资本支出压力。

制造业

麦芽业务

麦芽业务为公司收入重要来源业务之一，该业务由永顺泰运营。目前，国内麦芽行业集中度不高，行业中龙头企业主要为永顺泰、中粮麦芽集团、大连兴泽、海越麦芽及部分啤酒生产企业等，永顺泰在行业内地位较高，产销量常年居亚洲第一位。

麦芽的主要原材料为大麦。永顺泰的原材料采购均为外购，且以进口为主，2016~2018 年以及 2019 年 1~3 月，原材料进口比例分别为 90.00%、89.50%、89.55% 和 91.00%。其中，进口原材料供应商主要来自于澳大利亚、加拿大、法国、阿根廷等国，内购原材料供应商包括江苏、内蒙及甘肃等地的供应商。在保持相对合理的大麦库存量的同时，公司结合现货合同与远期合同来削弱大麦价格对生产成本及利润空间的影响。公司与大麦供应商之间采取信用证的结算方式。

供应商集中度方面，2018 年公司向前五名供应商采购金额为 10.38 亿元，占当年麦芽业务采购总额的 69.59%，集中度较高。

表 14：2018 年公司麦芽业务前五大供应商情况

单位：亿元

序号	采购金额	占麦芽业务采购总额比例
第一名	2.59	17.37%
第二名	2.46	16.51%
第三名	2.39	16.00%
第四名	1.94	12.98%
第五名	1.00	6.73%
合计	10.38	69.59%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

麦芽生产方面，公司麦芽业务采用以销定产的模式进行生产，生产流程主要为将精选出的大麦经浸麦、催芽、发芽、干燥和除根五个操作过程，最终生产出啤酒麦芽。截至 2019 年 3 月末，永顺泰共拥有 5 家麦芽厂，分布在广州、宁波、宝应、昌乐及秦皇岛，总产能为 90 万吨。公司各麦芽厂所处地理位置良好，能为原材料的采购及麦芽的销售提供较大便利。

表 15：2016~2019.Q1 永顺泰麦芽业务经营情况

单位：亿港元、万吨、%

项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
收入	29.37	28.06	28.61	7.46
产能	80.00	80.00	90.00	90.00
产量	77.72	81.40	90.33	22.39
产能利用率	97.15	101.75	100.37	99.52
销量	79.62	82.00	87.23	20.90
产销率	102.44	100.73	96.57	93.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售模式上，永顺泰在国内市场主要采用工厂对工厂直销的销售模式，国外市场则包括工厂对工厂直销、委托代理销售及独家经营三种模式，结算方式以赊销为主。永顺泰所生产麦芽主要销往国内各大啤酒生产企业，占据了华南及部分华东地区主要的优质市场，具有较强的议价能力；海外市场方面，永顺泰依托良好的客户资源优势，在原有市场基础上积极拓展非洲市场业务。受市场回暖影响，2018 年销量和收入均有所增长，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，永顺泰麦芽销售量分别为 79.62 万吨、82.00 万吨、87.23 万吨及 20.90 万吨，获得销售收入分别为 24.76 亿元、23.82 亿元、25.18 亿元和 6.68 亿元；同期公司麦芽的产销率分别为

102.44%、100.73%、96.57%和 93.35%。公司下游客户包括百威英博啤酒投资（中国）有限公司、华润雪花啤酒（中国）有限公司、青岛啤酒股份有限公司等。

客户集中度方面，公司麦芽业务客户集中度较高，2018 年前五大客户销售额占麦芽业务销售总额的比例为 64.50%。

表 16：2018 年公司麦芽业务前五大客户情况

单位：亿元

序号	销售金额	占麦芽业务销售总额比例
第一名	7.56	30.02%
第二名	2.63	10.44%
第三名	2.38	9.45%
第四名	1.94	7.70%
第五名	1.73	6.87%
合计	16.24	64.50%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

马口铁业务

马口铁为公司制造业重要产品之一，被广泛应用于食品、饮料、化工、医药、化妆品等行业的产品包装，是金属容器包装的主要原材料。公司马口铁业务由广南集团负责运营，旗下包括位于中山的全资子公司中山中粤马口铁工业有限公司（以下简称“中山中粤”）和位于秦皇岛的控股公司中粤浦项马口铁工业有限公司（以下“中粤浦项”）（广南集团持股 66%），形成了南北设厂的全国性布局，能有效降低公司运输成本。

原材料购买方面，马口铁生产的主要原材料为基板。公司马口铁业务所需基板由自产和外购提供，2018 年，公司马口铁基板以数量计算，自产和外购的比例分别约为 37.00%及 63.00%；其中，外购基板的主要供应商为广州宝钢南方贸易有限公司，订货时以银行承兑汇票预付货款；自产基板的原材料均为外购，供应商主要为广州宝钢南方贸易有限公司，一般以预付款方式结算。2018 年公司向马口铁原材料前五大供应商支付的采购金额为 18.18 亿元，占马口铁业务采购总额的 78.49%。

表 17：2018 年公司马口铁业务前五大供应商情况

单位：亿元

序号	采购金额	占马口铁业务采购总额比例
第一名	10.60	45.77%
第二名	3.90	16.83%
第三名	3.09	13.36%
第四名	0.41	1.76%
第五名	0.18	0.77%
合计	18.18	78.49%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司采用以销定产的方式。截至 2019 年 3 月末，公司拥有年产能共 49 万吨马口铁、14 万吨基板、8 万吨涂印铁和 5 万吨覆膜铁。

销售方面，公司出口主要以直销和与 POSCO 合作通过商社代理销售的模式，结算方式以信用证为主；内销主要采用现款和赊销的结算方式，其中赊销的账期以一个月为主，赊销额度将根据下游客户购买规模和赊销情况进行调整。公司出口和内销的比例较平均。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司马口铁销量分别为 33.27 万吨、26.39 万吨、32.25 万吨和 6.63 万吨，2017 年受钢材价格上涨影响，马口铁生产成本增加，公司削减了无法实现毛利的订单使当年马口铁的销量有所减少，2018 年受市场行情变暖公司收到的订单增多影响，公司马口铁销量和收入均有所上涨，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司马口铁销售收入分别为 18.21 亿港元、17.81 亿港元、24.18 亿港元和 4.95 亿港元。

表 18：2016~2019.Q1 广南集团马口铁业务经营情况

单位：亿港元、万吨、%

项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
收入	18.21	17.81	24.18	4.95
产能	55.00	49.00	49.00	49.00
产量	31.91	25.80	32.04	7.01
产能利用率	58.02	52.65	65.39	57.14
销售量	33.27	26.39	32.25	6.63
产销率	104.26	102.29	100.66	94.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

客户集中度方面，2018 年公司对马口铁业务前五大客户的销售金额为 8.84 亿港元，占当年马口铁业务销售总额的 36.59%。

表 19：2018 年公司马口铁业务前五大客户情况

单位：亿港元

序号	销售金额	占马口铁业务销售总额比例
第一名	4.69	19.42%
第二名	2.41	9.99%
第三名	0.59	2.43%
第四名	0.59	2.42%
第五名	0.56	2.33%
合计	8.84	36.59%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

面对竞争激烈的市场环境，公司将通过引入新的原材料供货商，实现原材料货源结构调整，降低综合采购成本。同时提升产品品质，丰富产品种类，提高附加值，争取客户认同，加大市场开拓力度，扩大客户基数，增加出口直销比例，通过全价值链营销提升利润。

制革

公司制革业务由粤海制革负责，主要生产优质牛面革，初步形成了国产及进口皮两大类，纳柏、修面、压花、自然摔、休闲王及平面六个产品系列。

原材料采购方面，牛面革以毛皮为原材料，2018 年毛皮进口比例为 47.99%，供应商包括美国泰森食品公司、香港吉龙皮业有限公司、温州市汇泉工贸有限公司、上海海鲁国际贸易有限公司、临泉县中伟皮革购销有限公司等，主要通过信用证的方式进行结算。集中度方面，2018 年公司向制革业务五大供应商采购金额为 0.77 亿元，占当年采购总额的 55.00%，采购集中度较高。

表 20：2018 年公司制革业务前五大供应商情况

单位：万元

序号	采购金额	占制革业务采购总额比例
第一名	2,680.84	19.1%
第二名	2,530.07	18.0%
第三名	1,462.58	10.4%
第四名	582.58	4.1%
第五名	482.38	3.4%
合计	7,738.45	55.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司在江苏省徐州市设立生产基地，采取以销定产的方式。受政府有关燃煤锅炉政

治要求的政策影响，公司唯一进行牛面革加工的锅炉（10 蒸吨/小时）被拆除，粤海制革曾于 2017 年 12 月 1 日起暂时停产，后粤海制革采购了一台 6 蒸吨/小时的天然气锅炉并于 2017 年 12 月中旬恢复生产。截至 2019 年 3 月末，其牛面革年生产能力约为 1,800 万平方英尺。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司牛面革产量分别为 2,219 万平方英尺、1,638 万平方英尺、1,305 万平方英尺和 352 万平方英尺。受经济增速放缓以及国家加大对皮革行业治理影响，鞋面市场萎缩，下游客户需求量减少，加之锅炉被拆除造成的暂时性停产影响，2018 年公司皮革产量有所减少。

公司制革业务销售模式主要包括直销及经销模式，其中经销模式中公司与客户直接签订购买合同，经销商承担担保义务。结算方式以赊销为主，账期一般为 45~60 天。公司所生产皮革主要销往浙江及江苏一带，客户集中度较低。近年来，受经济下行、行业竞争加剧及国家政策的影响，公司制革业务销售量及销售收入呈下滑态势。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司牛面革销量分别为 2,312 万平方英尺、1,668 万平方英尺、1,416 万平方英尺和 382 万平方英尺；同期，公司制革业务收入分别为 3.91 亿元、2.79 亿元、2.01 亿元和 0.55 亿元。

表 21：2016~2019.Q1 粤海制革经营情况

单位：亿港元、万平方英尺、%

项目名称	2016	2017	2018	2019.Q1
收入	4.58	3.22	2.38	0.64
牛面革产量	2,219	1,638	1,305	352
牛面革销售量	2,312	1,668	1,416	382
牛面革产销率	104.19	101.83	108.51	108.51

资料提供：公司提供，中诚信证评整理

客户集中度方面，2018 年公司对制革业务前五大客户的销售金额为 0.59 亿元，占当年制革业务销售总额的 29.27%。

表 22：2018 年公司制革业务前五大客户情况

单位：万元

序号	销售金额	占制革业务 销售总额比例
第一名	1,778.98	8.84%
第二名	1,151.26	5.72%
第三名	1,095.63	5.44%
第四名	994.67	4.94%
第五名	870.73	4.33%
合计	5,891.27	29.27%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

面对行业竞争的日益加剧，公司根据市场动态积极调整自身战略。针对市场细分业务，公司加强自身研发能力，推动与品牌鞋厂产品的对接，建立重点合作关系，确保产销稳定；此外，公司将根据需求来合理确定产量，实施防御性的采购策略，同时努力提升得革率，控制生产成本，以减少经营风险。但中诚信证评也关注到，皮革生产过程易产生环境污染问题，在国家加强环境保护及节能减排政策力度提升的背景下，未来公司制革业务可能受到一定影响。

总的来看，永顺泰经营麦芽多年，上下游渠道稳定，行业地位领先；马口铁及制革业务生产规模较大，具备一定规模经济优势。但同时，公司制造业业务受行业竞争及经济景气等因素影响较大，中诚信证评将持续关注公司制造业业务未来经营情况。

产业园区

近年公司积极拓展现代新型产业园区（即产业地产）业务，延伸产业链的同时有助于公司分散业务集中度风险。公司产业地产业务以产业为依托，以地产为载体，通过产业园区的形式呈现。公司相继投资开发了粤海工业园常州滨江园和东深高丽工业区、粤海工业园等成熟产业园区，总出租面积 55.92 万平方米。目前公司主要推进项目为“广东粤海装备技术产业园”，位于东莞市东部谢岗镇粤海银瓶合作创新区（以下简称“银瓶创新区”）内。

银瓶创新区位于东莞市谢岗镇，规划总面积 103 平方公里，为省级新区，东莞市委市政府将其列为该市三大增长极之一。广东粤海装备技术产业

园（以下简称“粤海产业园”）位于银瓶创新区的重点发展区域，规划面积 17.4 平方公里，其中工业用地 8,000 余亩，预计总投资额不低于 600 亿元（含入园企业投资）。粤海产业园重点面向高端装备、电子电气、新能源新材料、医疗器械四大主导产业，目前已成功引入普洛斯集团、北大医疗产业园、乔合里等国内外知名企业，并已启动数控机床创业孵化基地、粤海智造中心、粤普电商物流园、北大医疗产业园、粤海深圳企联创新产业园、电子电气互连产业园等项目。

公司主要承担园区厂房、配套项目建设以及招商引资，并主要通过租赁收入实现收益。截至 2019 年 3 月末，公司在建园区项目包括粤鲲智能制造项目一期、银瓶创新区基础设施 PPP 项目、粤海普洛斯电商物流园、粤海工业智造项目一期、二期、三期和电子电气互连产业园一期，计划总投资 67.32 亿元，已完成投资 11.19 亿元。其中，公司于 2016 年 6 月与东莞市谢岗镇政府签署《合作协议书》，成立银瓶创新区基础设施 PPP 项目，负责园区 7 条主干路和若干内部支路道路、市政工程基础设施项目。该 PPP 项目已纳入广东省财政厅 PPP 项目库，计划总投资 47.54 亿元，纳入东莞市财政预算，公司作为社会资本方参与投资并负责后期的运营管理。建设期内，公司根据项目公司东莞粤海银瓶开发建设有限公司（以下简称“粤海银瓶”）支付的每笔建设费用收取利息，按照年 8% 的利率计复利，计息期间为公司应收政府支付每笔建设费用的日期起至相关该项目道路的建设期完结日期，谢岗镇政府将于维护期内以 10 年分期方式将利息支付给公司。此外，维护期内，谢岗镇政府将每年支付相等于总建设费用 1.1% 的年度维护费，并以 10 年分期方式支付相等于建设费用 2.5% 的管理费，同时和管理费余额递减的基础上按年复利率 8% 为基准支付利息。截至 2019 年 3 月末，该项目中 3 条道路已在建设中。

表 23：截至 2019 年 3 月末，在建园区项目情况

单位：亿元

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额
粤鲲智能制造项目一期	2017.4~2019.6	2.25	1.30
银瓶创新区基础设施 PPP 项目	2017.11~2023.12	47.54	4.27
粤海普洛斯电商物流园项目一期	2017.10~2019.6	2.60	2.59
粤海工业智造产业中心项目一期	2017.7~2019.5	3.85	2.13
粤海工业智造产业中心项目二期	2018.3~2020.11	2.49	0.46
粤海工业智造产业中心项目三期	2019.7~2020.11	3.83	0.40
电子电气互连产业园一期	2019.8~2021.10	4.76	0.04
合计		67.32	11.19

注：粤海工业智造产业中心项目三期和电子电气互连产业园一期的已投资额为进入建设期前的前期投资额

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司产业地产业务目前尚处起步阶段，但随着项目的稳步推进，该业务将成为公司未来发展的重点方向，也是新主业格局核心主业之一。

产业金融

产业金融是指通过资源的资本化、资产的资本化、知识产权的资本化、未来价值的资本化实现产业与金融的结合，促进其互动发展，从而实现价值的增值。公司金融产业尚处于起步阶段，尚未形成营业规模，主要由非银行金融、资产管理、融资租赁、商业保理和股权投资五个板块构成。

非银行金融方面，公司的子公司粤海集团财务有限公司（以下简称“粤海财务”）已取得财务公司金融牌照。粤海财务主要以加强集团资金集中管理和提高集团资金使用效率为目的、为集团成员单位提供财务管理服务。

资产管理业务方面，公司的子公司粤海资产管理有限公司、广东粤港资产经营有限公司从事各类实物、股权、债权等不良资产的委托管理与运营，资产重组和项目投资等业务，具有一定处理国内外不良资产的经验 and 能力。2017~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司资产管理业务收入分别为 2,916.78 万元、2,250.55 万元和 517.07 万元，净利润分别为 16,109.52 万元、25,122.92 万元和 6,674.69 万元。

融资租赁业务方面，公司的子公司广东粤海融资租赁有限公司（以下简称“粤海融资租赁”）已取得融资租赁金融牌照。粤海融资租赁主要采用售后回租的方式在集团内部开展融资租赁业务。2017~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司融资租赁业务收入分别为 2,050.20 万元、2,129.90 万元和 456.44 万元，净利润分别为 1,569.65 万元、1,754.78 万元和 393.87 万元。

商业保理业务方面，公司的子公司粤海商业保理有限公司系公司在应收账款、供应商融资等方面的试点企业，目前尚处于前期阶段，收入规模很小。此外，公司还对广东省内企业进行股权投资。

股权投资方面，截至 2019 年 3 月末，公司投资余额 20.84 亿元，其中合营企业为粤普仓储物流投资控股有限公司，联营企业包括广东粤电靖海发电有限公司、肇庆市肇水水务发展有限公司和黄龙食品工业有限公司等，投资行业涵盖火力发电、供水、银行、食品、百货零售和科技等。

表 24：截至 2019 年 3 月末，公司主要股权投资情况

单位：万元

项目名称	投资成本	投资余额	减值准备期末余额
合营企业	8,771.60	8,958.92	0.00
粤普仓储物流投资控股有限公司	8,771.60	8,958.92	0.00
联营企业	173,014.92	199,442.78	11,178.21
三畅有限公司	2.01	1,717.05	0.00
粤海包装实业有限公司	50.23	42.89	42.89
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	4,394.85	0.00
广东省紫金县宝金畜牧有限公司	1,029.78	3,007.95	0.00
江河港武水务（常州）有限公司	7,110.00	16,377.77	0.00
广东永旺天河城商业有限公司	6,676.60	12,849.57	0.00
浙江皓谷网络科技有限公司	300.00	309.40	0.00
广东粤电靖海发电有限公司	81,971.35	95,393.12	0.00
深圳市科荣软件股份有限公司	1,300.00	1,619.34	-
兴隆粤海艺术文化旅游开发有限公司	1,350.00	1,133.50	-
肇庆市肇水水务发展有限公司	33,069.00	37,049.02	-

Guangdong Power Investment Limited	7,846.71	10,751.67	10,751.67
黄龙食品工业有限公司	24,966.19	14,413.00	-
新宝城集团有限公司	3,516.17	383.65	383.65
合计	181,786.52	208,401.70	11,178.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产业金融业务方面，公司较为丰富的业务经营使其存在一定的金融需求，产业金融业务的有序发展有效地促进了公司各项业务的良好运作，一定程度上缓解了公司自有资本支出压力。

总的来看，公司在公用事业、城市综合体和制造业务三大板块稳步发展的基础上，拓展了新兴产业地产和产业金融，公司“3+1”的多元化布局已基本形成，未来业务发展前景向好。

公司治理

治理结构

公司为国有独资的有限责任公司，公司控股股东及实际控制人为广东省人民政府，广东省人民政府国有资产监督管理委员会（“省国资委”）获授权行使出资人权利、履行出资人职责。

公司根据《广东粤海控股集团有限公司章程》建立了董事会（并下设专门委员会）、监事会与经营管理层组成的较完善的企业法人治理架构，并制定了相关的规章制度明确各自的职责范围和决策程序。董事会成员由省国资委委派；监事会成员中两人为职工代表监事，其余均由审计厅委派。董事会下设全面预算管理委员会。经营管理层面，公司还设有董事会办公室、战略发展、财务、人力资源、监察审计、法务、工程管理、运营管理、行政、党群工作和安全生产（应急）管理 11 个管理职能部门。

内部管理制度

在内部管理制度方面，公司根据其实际情况建立了包括财务、经营管理等方面管理制度，以促进公司稳健发展。

财务管理制度方面，公司制定了《资金管理办法》，涵盖资金计划管理、账户管理、资金结算管理、现金票据管理、系内资金调剂、对外融资管理、担保及对外提供贷款、银行理财管理、衍生工具管

理等多层次、全方面资金管理监控，同时也明确规定违反相关规定的具体罚则等，以加强集团对下属子公司的资金管理，保证资金安全及高效运用。对外融资的管理控制方面，《资金管理办法》在对外融资预算、常规类融资、系外债券融资、股权类融资和融资报告等对公司的对外融资进行规定和管理。

投资管理制度方面，公司制定了《投资管理办法》等规定，对控股子公司实施了投资管理，并督促和指导控股子公司建立了相应的内部监控制度，有效地形成对控股子公司重大投资事项和风险的监控。

对信息披露的管理方面，公司制定了《信息披露管理制度》，明确规定了重大信息的范围和内容，以及重大信息的传递、审核、披露流程；制定未公开重大信息的保密措施，明确内幕信息知情人的范围和保密责任；明确规定公司及其董事、监事（审计员）、高级管理人员、股东、实际控制人等相关信息披露义务人在信息披露事务中的权利和义务、信息披露义务人的责任、投资者关系活动的行为规范等，并严格按照有关规定履行信息披露义务。

对下属公司管理方面，公司正在逐步建立和完善以资本为纽带的国有资本投资公司管控体系。集团总部定位为价值管理型总部，履行战略规划、制度建设、资源配置、资本运营、财务监管、风险管控、绩效评价等职能；业务单元定位为价值实现主体，通过战略执行、专业经营、利润创造、合规运作，实现国有资产保值增值。公司实行业务单元分级管理模式，优化管理层级。坚持权责匹配、信息透明、奖惩统一的原则，近年来以水务及水环境治理板块为改革试点，在满足合规的要求下，将省国资委授予集团的权限逐步下放。公司对子公司的预算、财务、收支状况、重点工作完成情况等进行全面考核和评价。公司实行经营工作质询体系，对于公司下属各企业的阶段性日常经营工作，公司定期召开经营工作质询会，由各企业的领导班子向公司董事会汇报企业经营情况及相应经营成果，接受公司董事会的质询。

此外，近年来公司强化了对企业日常经营管理

的内部监管工作力度，不断修订完善相关制度。公司内部重要制度之一的集团 18 条禁令主要内容包
括：严格控制设立机构，严禁代其它企业虚开信用
证，尽力压缩不正常的费用开支，加强董事会对经
营班子的监督，建立财务总监与董事长、总经理之
间互相制约和监督机制，严格管理对外投资、贷款
和担保等。

总的来看，目前公司已建立较健全的治理结构
和内控体系，制度建设比较全面和规范，能够保证
公司各项运作更趋于规范化和科学化，为公司的长
远稳定发展奠定了良好的基础。

发展规划

公司总体战略定位为依托境内外资本市场，聚
焦水务及水环境治理产业、城市综合体产业、产业
园及制造业、产业金融等核心主业，开展多元化经
营，建立国际化、市场化的管理和运营机制，构建
专业的资本投资和运营体系。公司通过投资融资、
产业培育、资本整合、股权运作和价值管理，开展
国际化经营，优化国有资本布局结构，提高国有资
本的流动性和资本回报水平，打造国有资本市场化
运作的专业平台，成为落实省委省政府国际化资本
战略，促进粤港融合发展的重要桥梁和资本纽带。

在发展目标上，公司以促进优势产业发展和资
本运作为抓手，与国际市场接轨，全面提高投资融
资和资本经营水平，提升资本回报率，主要经营指
标高于本企业前三年平均水平、省属企业平均水平
以及全国同行业平均水平。

在核心的主营业务方面，公司重点发展水务及
水环境治理产业、城市综合体产业、产业园及制造
业以及产业金融的“3+1”核心主板块，在推动业
务有序发展的同时，提升集团资本投资和运营价
值。

在强化资本投资与资本运营上，公司充分发挥
国际化国有资本投资公司平台作用，围绕核心优势
主业以及符合国家战略发展方向的新兴产业，采用
市场化的方式积极开展资本投资，形成若干新增长
点；围绕产业投资整合与资本结构优化，采用多元
化的资本运营手段，促进集团扩大资产规模、优化
资产结构、提升资产价值，为实现公司资产整体上

市奠定基础。

在优化治理与管控模式上，公司完善治理和监
督体系，优化管控模式，构建形成运作高效、风险
可控的国有资本投资公司的法人治理结构和管控
体系。以合法合规为基本要求，进一步完善公司以
资本为纽带的管控模式。

在强化创新驱动上公司围绕企业核心竞争力
建设，以价值创造作为创新活动的出发点和落脚
点，以核心技术、核心产品、核心市场、核心团队
为重点，充分发挥技术创新、服务创新的引领作用。
构建创新管理体系，优化创新机制，全面提高创新
能力。

在加强全面风险管理上，公司围绕战略风险、
市场风险、财务风险、法律风险和运营风险构建全
面风险控制体系，通过管理制度化、制度流程化、
流程信息化，实现对风险从识别、评估到分析应对
的全流程管理，建立完善国有资本监管和风险防范
体系，全面提高依法治企能力。

总的来看，公司的战略规划符合公司定位，通
过提升核心业务、强化投资运营、优化治理和管控
模式、强化创新能力和强化风险管理以提升公司综
合竞争力等多方面建设推进，其战略规划有望逐步
实现。

财务分析

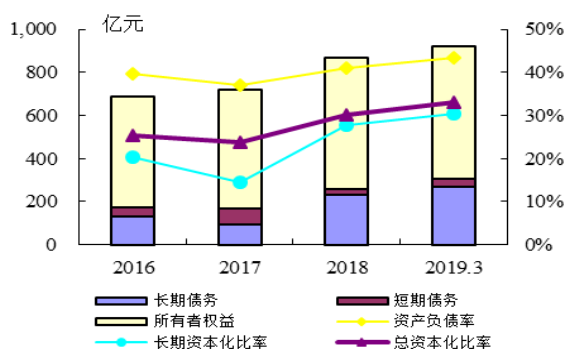
以下分析主要基于公司提供的经中审众环会
计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保
留意见的 2016 年度审计报告、经信永中和会计师
事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意
见的 2017 年度和 2018 年度审计报告以及未经审计
的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报告按
照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

资本结构

近年来，受益于业务的稳定发展，公司资产规
模稳步增长。2016~2018 年，公司总资产分别为
851.49 亿元、868.61 亿元和 1,027.31 亿元；同期，
公司总负债分别为 337.99 亿元、320.36 亿元和
421.57 亿元。随着利润的不断累积，公司资本实力
不断增强，同期公司所有者权益（含少数股东权益）

分别为 513.50 亿元、548.25 亿元和 605.74 亿元；财务杠杆方面，受业务扩展影响，2018 年有息债务规模有所扩大，财务杠杆有所提升，2016~2018 年公司资产负债率分别为 39.69%、36.88%和 41.04%；同期，总资本化比率分别为 25.27%、23.63%和 30.06%，整体上处于较低水平。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 1,086.83 亿元和 470.17 亿元，所有者权益进一步增加至 616.66 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 43.26%和 33.07%。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主。2016~2018 年，公司流动资产分别为 358.81 亿元、335.86 亿元和 424.40 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、存货和其他流动资产构成，2018 年末分别占流动资产的 52.71%、15.42%、18.88%和 6.67%。其中，货币资金 223.69 亿元，主要系银行存款 220.84 亿元；交易性金融资产 65.46 亿元，主要系债务工具投资 64.83 亿元；存货 80.12 亿元，主要系公司自制半成品及在产品 53.88 亿元和库存商品 19.94 亿元，其中自制半成品及在产品主要为房地产开发成本；其他流动资产 28.30 亿元，主要系理财产品 25.41 亿元。

2016~2018 年，非流动资产分别为 492.68 亿元、532.75 亿元和 602.91 亿元，占资产总额的比重分别为 57.86%、61.33%和 58.69%。截至 2018 年末，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成，在非流动资产中的占比分别为 40.14%、6.72%和 22.72%。其中，投资性房地产 241.98 亿元，其中投资性房屋建筑物 225.79 亿元，主要系购物中心房产及出租物业等；固定资产 89.03

亿元，主要系房屋建筑物 62.52 亿元和机器设备 24.02 亿元；无形资产 136.99 亿元，主要系公司于 2000 年取得对香港、深圳及东莞的供水经营特许权。

负债构成方面，2016~2018 年，公司流动负债分别为 166.99 亿元、180.73 亿元和 137.84 亿元，占总负债的比例分别为 49.41%、56.41%和 32.70%。截至 2018 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占非流动负债的比例分别为 8.46%、10.65%、10.64%、43.65%和 11.55%。其中，短期借款 11.66 亿元，全部系信用借款；应付账款 14.68 亿元，主要系应付的工程款，账龄主要为一年以内；合同负债 14.67 亿元，主要系房地产项目和销售商品的预收款；其他应付款 60.17 亿元，主要系应付的工程款、资产购置款和押金质保金定金等；一年内到期的非流动负债 15.92 亿元，主要系一年内到期长期借款 4.74 亿元和一年内到期的应付债券 10.00 亿元。

2016~2018 年末，公司非流动负债分别为 171.00 亿元、139.63 亿元和 283.73 亿元，占总负债的比例分别为 50.59%、43.59%和 67.30%。截至 2018 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成，占非流动负债的比例分别为 46.86%、31.02%和 12.66%。其中，长期借款 132.96 亿元，包括质押借款 25.16 亿元、抵押借款 12.89 亿元、保证借款 12.00 亿元和信用借款 82.92 亿元；应付债券 88.00 亿元，期中 2018 年公司新发行企业债和公司债共 43.00 亿元；递延所得税负债 35.92 亿元，规模较大，主要系投资性房地产公允价值变动所致。

表 25：截至 2018 年末公司应付债券情况

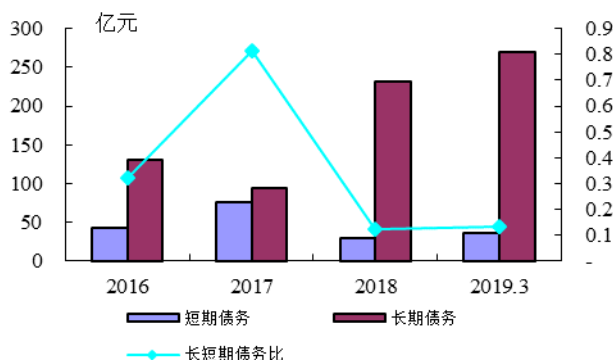
单位：亿元

债券	发行规模	发行利率	发行期限
2014 年第二期中期票据	15.00	5.27%	7 年
2016 年第一期中期票据	15.00	3.84%	5 年
2017 年第一期企业债	15.00	4.77%	10 年
2018 年第一期企业债	18.00	5.40%	10 年
2018 年第一期公司债	10.00	3.97%	5 年
2018 年第二期公司债	15.00	3.90%	5 年
合计	88.00		

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

债务方面，受公司业务发展资金需求扩大以及 2018 年新增发行企业债和公司债影响，2018 年公司债务规模有所扩大，2016~2018 年公司总债务金额分别为 173.67 亿元、169.68 亿元和 260.31 亿元，同期长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.32 倍、0.81 倍和 0.12 倍，公司债务以长期债务为主。截至 2019 年 3 月末，公司总债务规模和长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 304.63 亿元和 0.13 倍。

图 3：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 26：截至 2019 年 3 月末公司有息债务到期分布情况

单位：亿元

	2019.4~12	2020	2021	2022
到期债务	28.73	6.53	114.67	2.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，近年来公司资产规模不断扩大，自有资本实力持续增强，受业务扩展使得项目融资需求扩大影响，公司 2018 年有息债务规模有所增长，但公司债务以长期债务为主，短期内偿债压力不大。

盈利能力

公司近年来业务持续发展，营业收入稳定增长。2016~2018 年，公司主营业务收入分别为 154.26

亿元、156.00 亿元和 172.67 亿元，主要来源于水电公路业务、麦芽制造及销售、马口铁制造及销售和物业投资及发展业务。分业务板块来看，水电公路板块是公司收入的最主要来源，近年来保持稳定增长的趋势，2016~2018 年该板块实现收入分别为 70.76 亿元、81.11 亿元和 89.29 亿元；受市场行情影响，公司制造业板块收入有所波动，2016~2018 年该板块实现收入分别为 44.24 亿元、42.05 亿元和 47.61 亿元；2016~2018 年，商品房销售收入分别为 9.97 亿元、1.17 亿元和 3.89 亿元，受拾桂府等项目销售面积增加影响，2018 年收入有所增长；受租金及出租率提高影响，物业投资及发展板块收入有所增长，2016~2018 年分别实现收入 12.07 亿元、13.83 亿元和 14.09 亿元。

毛利率方面，2016~2018 年公司主营业务毛利率分别为 49.19%、48.79% 和 46.71%，呈下降趋势。分业务板块来看，受煤价大幅上涨影响，2017 年公司电力业务盈利能力大幅下滑，同时受平均电价略有上涨影响，2018 年毛利率略有上升，2016~2018 年公司电力供应板块毛利率分别为 21.39%、-3.94% 和 -3.82%；受马口铁原材料价格波动影响，马口铁业务毛利率呈波动态势，2016~2018 年该业务板块毛利率分别为 5.58%、2.47% 和 6.24%；皮革销售单价的下降以及成本的上升使得该业务板块毛利率持续下滑，2016~2018 年公司皮革业务毛利率分别为 0.19%、-7.05% 和 -13.78%；受 2018 年开售的拾桂府（珠光路项目）平均建造成本相对较低影响，2018 年公司房地产业务毛利率有所回升，2016~2018 年分别为 64.72%、55.07% 和 65.14%。2019 年 1~3 月，公司主营业务收入和毛利率分别为 43.66 亿元和 50.92%。

表 27：2016~2019.Q1 公司主营业务收入构成情况

单位：亿元

业务板块	2016		2017		2018		2019.Q1	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
水务及水环境治理	58.18	65.34%	65.95	65.70%	72.10	63.23%	18.69	64.10%
电力供应	7.14	21.39%	9.22	-3.94%	10.84	-3.82%	2.45	20.28%
公路	5.44	68.50%	5.93	66.74%	6.35	67.90%	1.72	69.83%
水电公路	70.76	61.15%	81.11	57.86%	89.29	55.42%	22.86	59.85%
麦芽制造及销售	24.76	14.47%	23.82	18.31%	25.18	19.18%	6.68	18.55%

马口铁制造及销售	15.58	5.58%	15.44	2.47%	20.41	6.24%	4.25	7.32%
皮革制造及销售	3.91	0.19%	2.79	-7.05%	2.01	-13.78%	0.55	2.59%
制造业务	44.24	10.08%	42.05	10.81%	47.61	12.24%	11.48	13.62%
商品房销售	9.97	64.72%	1.17	55.07%	3.89	65.14%	1.65	64.47%
物业投资及发展	12.07	85.15%	13.83	86.45%	14.09	82.71%	4.11	84.72%
百货零售	6.13	92.14%	6.24	91.83%	6.05	91.77%	1.83	90.89%
酒店业	6.79	64.04%	6.92	66.05%	7.17	57.52%	1.67	55.28%
城市综合体	34.96	76.45%	28.16	81.32%	31.20	76.48%	9.26	77.02%
其他	4.29	32.97%	4.67	37.21%	4.58	32.35%	0.06	-220.11%
合计	154.26	49.19%	156.00	48.79%	172.67	46.71%	43.66	50.92%

资料来源：公司资料，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018 年公司的期间费用支出金额分别为 32.27 亿元、32.55 亿元和 41.14 亿元，呈逐渐增长趋势。由于近年公司经营规模较大、参控股企业较多，公司管理费用规模较大，2016~2018 年管理费用分别为 19.96 亿元、29.06 亿元和 31.89 亿元，2017 年较 2016 年增加主要系公司上缴广东省财政厅国有资源有偿使用费由 3 亿元上升至 10 亿元影响，2018 年较 2017 年有所增长主要系员工薪酬增加影响；同期，公司销售费用稳定增长，2016~2018 年分别为 4.97 亿元、5.70 亿元和 6.16 亿元。财务费用方面，2016~2018 年公司财务费用分别为 7.35 亿元、-2.20 亿元和 2.62 亿元，2017 年人民币对港币持续升值使得公司获得一定的汇兑净收益导致财务费用大幅下降为负值，2018 年财务费用所有增长主要系有息债务扩大影响。2016~2018 年公司期间费用收入占比分别为 20.61%、20.49%和 23.40%，公司对期间费用控制能力有待提升。2019 年 1~3 月公司期间费用金额及其占营业收入比重分别为 9.01 亿元和 20.05%。

表 28：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

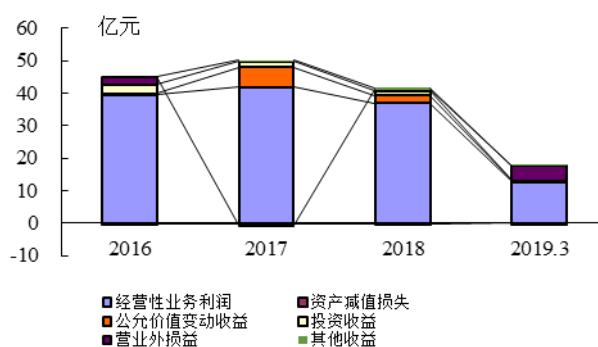
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	4.97	5.70	6.16	1.43
管理费用	19.96	29.06	31.89	7.83
财务费用	7.35	-2.20	2.62	-0.34
研发费用	-	-	0.46	0.08
期间费用合计	32.27	32.55	41.14	9.01
营业总收入	156.56	158.83	175.78	44.93
费用收入占比	20.61%	20.49%	23.40%	20.05%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018 年公司利润总额分

别为 45.19 亿元、50.42 亿元和 42.51 亿元，呈波动态势，主要来源于经营性业务利润、投资收益和其他收益。受期间费用增长影响，2018 年公司经营性业务利润有所减少，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 39.41 亿元、41.83 亿元和 36.92 亿元；除经营性利润外，公司的投资收益也对利润总额形成一定补充，同期分别为 2.74 亿元、1.94 亿元和 1.42 亿元，呈下降趋势，主要系下属参股企业靖海发电收益下降影响；2017~2018 年公司获得其他收益分别为 0.35 亿元和 0.74 亿元，主要系公司收到的污水退税收入以及政府补助。2019 年 1~3 月，公司获得利润总额 18.06 亿元。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总的来看，作为公司重要收入来源的水电公路板块经营稳健且收入持续上升，公司营业收入稳定增长且具有较高的初始获利空间，加之投资收益的补充，公司整体盈利能力很强。

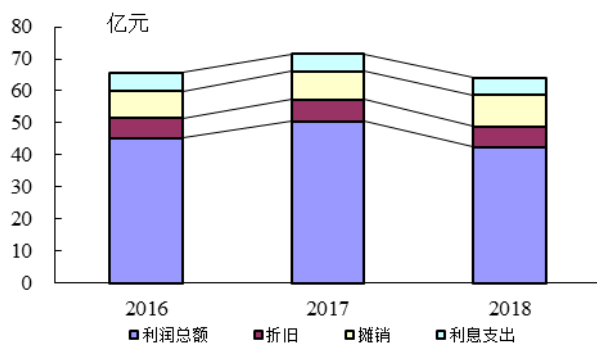
偿债能力

经营活动净现金流方面，2016~2018 年，公司经营产生的净现金流分别为 44.79 亿元、45.50 亿元和 57.62 亿元，持续呈净流入状态。同期，公

司经营活动净现金/总债务分别为 0.26 倍、0.27 倍和 0.22 倍，受有息债务规模扩大影响，2018 年经营活动净现金流对债务的覆盖能力略有下滑，但总体来看公司经营活动净现金流对债务具有一定的保障能力。

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，受利润总额波动影响影响，公司 EBITDA 亦呈波动态势，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 65.66 亿元、71.53 亿元和 64.15 亿元，整体获现能力很强。

图 5：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，2016~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 2.65 倍、2.37 倍和 4.06 倍，同期 EBITDA 利息保障系数分别为 10.65 倍、12.29 倍和 9.98 倍，公司 EBITDA 对债务本息具有很强的保障能力。

表 29：2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	173.67	169.68	260.31	304.63
EBITDA（亿元）	65.66	71.53	64.15	-
经营活动净现金流（亿元）	44.79	45.50	57.62	3.25
经营净现金流/总债务（X）	0.26	0.27	0.22	0.01
总债务/EBITDA（X）	2.65	2.37	4.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	12.29	9.98	-
资产负债率（%）	39.69	36.88	41.04	43.26
总资本化比率（%）	25.27	23.63	30.06	33.07

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额 3.05 亿元，占净资产的比重为 0.49%，系房屋按揭贷款担保。

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，公司获得各银行授信额度约 1,208.13 亿元，已使用 158.66

亿元，未使用授信额度 1,049.47 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产合计 28.63 亿元，其中受限货币资金 12.38 亿元、用于抵押借款的存货 12.22 亿元。

总的来说，公司资产规模稳定增长，自有资本实力不断增强，且公司业务多元、部分业务具有较强的区域垄断性以及良好的银企关系对其整体信用实力提供支撑，目前公司综合偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定广东粤海控股集团有限公司主体信用等级 **AAA**，评级展望为稳定，评定“广东粤海控股集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

关于广东粤海控股集团有限公司2019年面向合格投资者 公开发行粤港澳大湾区专项公司债券（第一期）的跟踪评级安排

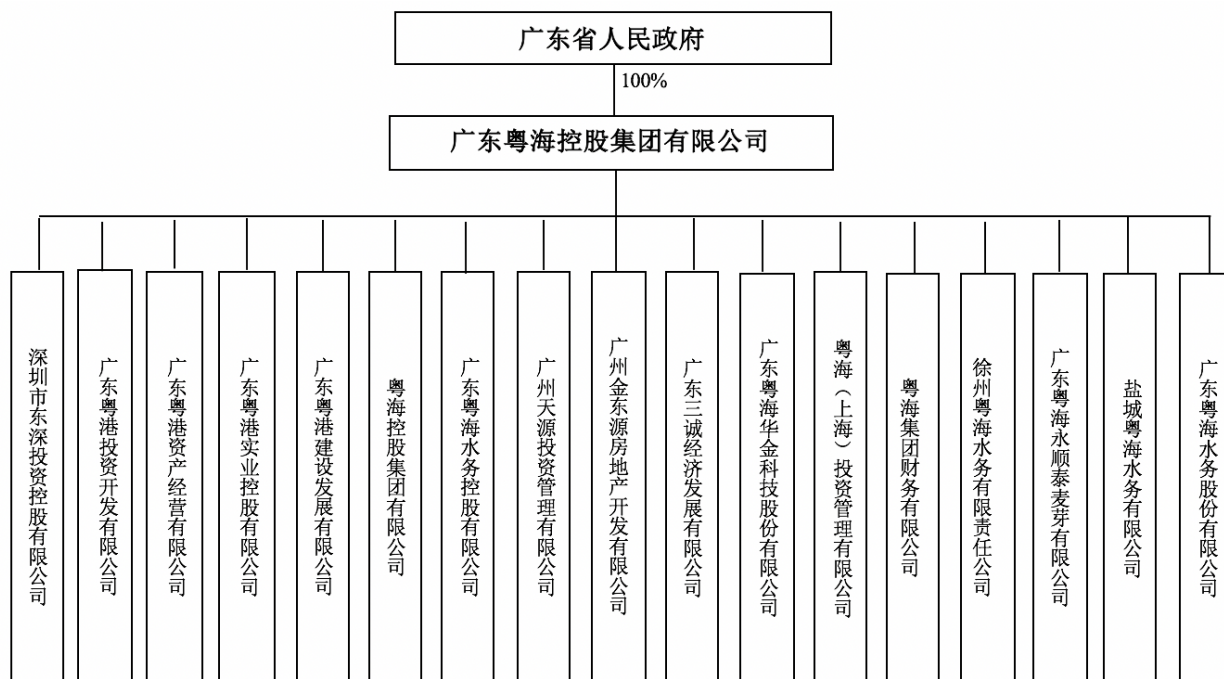
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

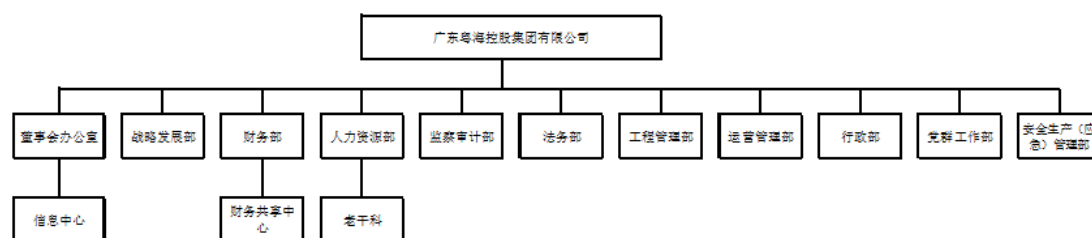
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广东粤海控股集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



注：仅示例一级子公司

附二：广东粤海控股集团有限公司组织结构图（截至本报告出具日）



附三：广东粤海控股集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,724,187.40	1,605,213.81	2,236,884.86	2,520,965.91
应收账款净额	134,554.24	148,934.00	160,254.82	223,051.61
存货净额	813,913.90	785,735.34	801,223.76	847,872.54
流动资产	3,588,084.73	3,358,637.53	4,244,048.74	4,610,472.87
长期投资	251,825.05	259,017.32	261,368.29	270,579.77
固定资产合计	2,951,558.54	3,198,787.83	3,715,089.09	3,972,101.02
总资产	8,514,905.80	8,686,094.31	10,273,105.34	10,868,254.24
短期债务	424,555.22	760,352.69	287,986.59	356,004.68
长期债务	1,312,146.11	936,402.83	2,315,145.09	2,690,341.79
总债务（短期债务+长期债务）	1,736,701.34	1,696,755.52	2,603,131.68	3,046,346.47
总负债	3,379,914.91	3,203,642.15	4,215,698.60	4,701,655.57
所有者权益（含少数股东权益）	5,134,990.90	5,482,452.16	6,057,406.73	6,166,598.67
营业总收入	1,565,572.11	1,588,341.18	1,757,769.74	449,299.77
三费前利润	720,844.04	751,960.85	787,586.25	220,524.84
投资收益	27,409.99	19,359.49	14,200.38	757.77
净利润	342,041.40	350,258.76	265,959.50	180,573.29
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	656,584.89	715,338.53	641,542.90	-
经营活动产生现金净流量	447,901.73	455,000.64	576,233.82	32,508.63
投资活动产生现金净流量	-75,295.95	-153,991.39	-859,054.35	-321,068.69
筹资活动产生现金净流量	-430,082.21	-355,028.71	858,908.01	447,469.91
现金及现金等价物净增加额	-56,241.65	-46,388.49	586,233.54	151,045.86
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	49.22	48.82	46.68	51.13
所有者权益收益率（%）	6.66	6.39	4.39	11.71
EBITDA/营业总收入（%）	41.94	45.04	36.50	-
速动比率（X）	1.66	1.42	2.50	2.64
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.27	0.22	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	1.05	0.60	2.00	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	7.27	4.24	8.96	1.33
EBITDA 利息倍数（X）	10.65	6.67	9.98	-
总债务/EBITDA（X）	2.65	2.37	4.06	-
资产负债率（%）	39.69	36.88	41.04	43.26
总资本化比率（%）	25.27	23.63	30.06	33.07
长期资本化比率（%）	20.35	14.59	27.65	30.38

注：1、所有者权益包含少数股东权益；2、总债务统计口径包括“短期借款”、“长期借款”、“其他非流动负债”、“长期应付款”和“其他应付款”中带息部分；3、2019 年一季度所有者权益收益率为年化后数据。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

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+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

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-手续费及佣金支出-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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

期间费用收入比=（财务费用+管理费用+销售费用+研发费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。