

广东粤海控股集团有限公司 2019 年、2020 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） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：马蕙桐 htma01@ccxi.com.cn

王 慧 wanghui@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 19 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。

■ 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。

■ 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 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.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。

■ 本次评级结果中的信用等级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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020] 跟踪0985号

广东粤海控股集团有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 粤控 01”、“19 粤控 02”和“20 粤控 01”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

二零二零年六月十九日

评级观点：中诚信国际维持广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 粤控 01”、“19 粤控 02”和“20 粤控 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际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，中诚信国际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。

概况数据

粤海控股（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	868.61	1,027.31	1,167.17	1,229.63
所有者权益合计（亿元）	548.25	605.74	666.39	685.20
总债务（亿元）	169.68	260.31	298.03	329.33
营业总收入（亿元）	158.83	175.78	234.30	47.82
净利润（亿元）	35.03	26.60	45.04	9.13
EBITDA（亿元）	71.53	64.15	91.74	--
经营活动净现金流（亿元）	45.50	57.62	72.05	-0.43
资产负债率(%)	36.88	41.04	42.91	44.28
粤海控股（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	207.82	254.49	272.54	296.59
所有者权益合计（亿元）	68.00	88.33	96.42	98.33
总债务（亿元）	85.00	111.00	122.00	132.00
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	-0.60	4.80	1.16	1.90
EBITDA（亿元）	3.25	7.93	4.65	--
经营活动净现金流（亿元）	-7.21	17.26	-10.29	8.03
资产负债率(%)	67.28	65.29	64.62	66.85

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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。

■ **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。

评级展望

中诚信国际认为，广东粤海控股集团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。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，资本支出规模大幅增长等。

同行业比较

2019 年广东省部分同类型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)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广东粤海	1,167.17	666.39	42.91	234.30	45.04	72.05
恒健投资	2,902.30	17,51.71	39.64	501.39	45.28	121.19
越秀集团	6,320.97	1,114.79	82.36	586.01	75.24	262.43

注：“恒健投资”为“广东恒健投资控股有限公司”简称；“越秀集团”为“广州越秀集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 粤控 01	AAA	AAA	4.00	4.00	2019/09/05~2024/09/09
19 粤控 02	AAA	AAA	6.00	6.00	2019/09/05~2029/09/09
20 粤控 01	AAA	AAA	10.00	10.00	2020/03/25~2027/03/27

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定期与不定期跟踪评级，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

“19 粤控 01”和“19 粤控 02”募集资金分别为 4 亿元和 6 亿元，合计 10 亿元，截至报告出具日，其中 4.00 亿元已用于偿还公司借款，3.56 亿元已用于东莞银瓶产业园区项目建设，募集资金余额为 2.44 亿元。“20 粤控 01”募集资金总额 10 亿元，其中 6.00 亿元已用于偿还公司借款，截至报告出具日，募集资金余额为 4.00 亿元。公司募集资金专项账户运作规范，募集资金使用经由集团财务部总经理及相关领导审批，东莞银瓶产业园资金使用根据相关项目公司内部管理办法支付，不存在违规使用情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲

期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

作为公用事业行业，水务行业具有区域垄断性高、行业集中度低的特征，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；近年来行业的总体方向是加快市场化、推动水价改革

近年来水务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。水务行业具有初始投资大、周期长、资金沉淀性强等特点，行业进入门槛较高，各地水

务事业刚刚起步时主要是由政府作为投资主体。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，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。

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，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。

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。

在中国城市化和工业化进程加速推动下，城市供水及用水量稳步增长，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

国民经济发展和城镇化带来的生产及居民生活用水规模增加，使总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。

总的来看，中诚信国际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。

我国污水排放量保持稳步增长，且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，我国污水处理行业将保持旺盛的市场需求

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。未来随着中国城市化进程的继续推进，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。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。

广东省作为国内经济发达省份，整体经济水平较高，经济发展势头良好，财政实力稳定增长

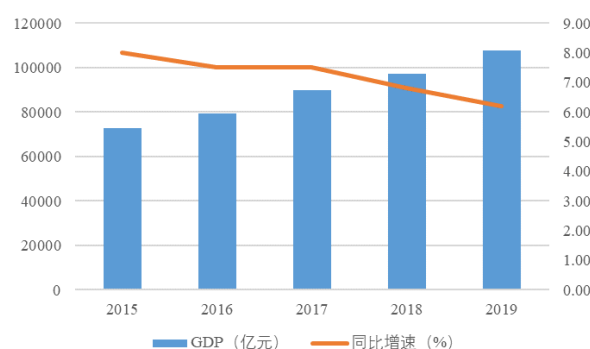
广东简称“粤”，地处我国大陆南部沿海，是我国第一经济大省。广东省幅员面积 17.97 万平方公里。广东省下辖 21 个地级市，截至 2019 年末，广东省常住人口 11,521 万人，城镇化率为 71.40%，城镇化水平较高。

广东省是中国南部的综合交通枢纽。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。陆运方面，广东省拥有京广、京九、广深等 12 条铁路网。公路方面，截至 2019 年末全省公

路通车里程 22.00 万公里，其中，高速公路里程 9,495 公里，城际交通便利。空运方面，2019 年旅客运输总量和周转量分别为 13,931 万人和 2,639.10 亿人公里。

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。2019 年广东省实现地区生产总值（GDP）为 107,671.07 亿元，较上年增长 6.2%，2019 年三次产业结构比为 4.0:40.5:55.5，得益于金融业及房地产业的快速增长，2019 年广东省第三产业占 GDP 比重较 2017 年上升 2.7%，产业结构持续优化。

图 1：2015~2019 年广东省 GDP 及增速情况



资料来源：广东省统计局，中诚信国际整理

工业运行和固定资产投资方面，2019 年广东省规模以上工业增加值增长 4.7%，高技术制造业增加值比上年增长 7.3%，占规模以上工业增加值的比重为 32.0%。固定资产投资较上年增长 11.1%。具体来看，2019 年第一产业投资比上年下降 18.0%，第二产业投资增长 6.3%，第三产业投资增长 13.0%。此外，受全国房地产市场回暖影响，2019 年全年房地产开发投资 15,852.16 亿元，比上年增长 10.0%，其中商品住宅开发投资 10,852.77 亿元，较上年增长 11.2%。

财政方面，2019 年广东省一般公共预算收入 12,651.46 亿元，较上年增长 4.5%，其中税收收入是其主要收入来源。财政支出方面，2019 年广东省一般公共预算支出为 17,314.12 亿元，增长 10.0%，财政平衡率为 73.07%，整体财政自给能力较强。2020 年一季度，广东省一般公共预算收入和一般公共预算支出分别为 3,023.96 亿元和 3,900.16 亿元，

财政平衡率为 77.53%。

表 1：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月广东省财政收支情况
(亿元)

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
一般公共预算收入	11,315.21	12,102.90	12,651.46	3,023.96
其中：税收收入	8,869.91	9,737.33	10,062.35	2,182.84
非税收入	2,445.30	2,365.57	2,589.11	841.12
政府性基金收入	5,622.15	5,886.85	6,111.99	-
一般公共预算支出	15,043.09	15,737.37	17,314.12	3,900.16
政府性基金支出	4,963.11	5,474.04	6,290.68	-
财政平衡率	75.22%	76.91%	73.07%	77.53%
税收收入/一般公共预算收入	78.39%	80.45%	79.54%	72.18%

数据来源：广东省财政厅，中诚信国际整理

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。截至 2020 年 3 月末，公司拥有一级子公司 15 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。

表 2：目前公司主要子公司

全称	简称
深圳市东深投资控股有限公司	东深投控
广东粤港投资开发有限公司	粤港投开
广东粤海资产经营有限公司	粤海资产
广东粤海集团企业服务有限公司	粤海企服
粤海控股集团有限公司	香港粤海
广东粤海华金科技股份有限公司	华金科技
广州粤海仰忠汇置业有限公司	仰忠汇置业
广州粤海动漫星城有限公司	动漫星城
广东粤海城市投资有限公司	粤海城市
粤海（上海）投资管理有限公司	粤海投资（上海）
粤海集团财务有限公司	财务公司
徐州粤海水务有限责任公司	徐州粤海水务
广东粤海永顺泰麦芽有限公司	永顺泰麦芽
盐城粤海水务有限公司	盐城粤海水务
广东粤海水务股份有限公司	粤海水务股份

近年来，公司主营业务收入稳定增长，2019 年和 2020 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 230.79 亿元和 46.75 亿元，其中 2019 年收入大幅增长 33.65%，主要系公司原水供应及城市供水收入增长及拾桂府等房地产项目销售结转收入较多。

表 3：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司主营业务收入构成情况（亿元）

业务板块	2017		2018		2019		2020.1-3	
	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	65.95	42.28%	72.10	41.75%	85.54	37.07%	22.23	47.55%
电力供应	9.22	5.91%	10.84	6.28%	10.43	4.52%	2.21	4.73%
公路	5.93	3.80%	6.35	3.68%	6.63	2.87%	0.53	1.14%
水电公路	81.11	52.00%	89.29	51.71%	102.60	44.46%	24.97	53.41%
麦芽制造及销售	23.82	15.27%	25.18	14.59%	29.91	12.96%	4.64	9.92%
马口铁制造及销售	15.44	9.90%	20.41	11.82%	17.78	7.70%	4.02	8.60%
皮革制造及销售	2.79	1.79%	2.01	1.17%	1.57	0.68%	0.13	0.28%
制造业务	42.05	26.96%	47.61	27.57%	49.25	21.34%	8.79	18.80%
商品房销售	1.17	0.75%	3.89	2.25%	16.22	7.03%	4.10	8.76%
物业投资及发展	13.83	8.87%	14.09	8.16%	22.14	9.59%	2.91	6.22%
百货零售	6.24	4.00%	6.05	3.50%	28.76	12.46%	4.52	9.67%
酒店业	6.92	4.44%	7.17	4.15%	6.71	2.91%	0.55	1.17%
城市综合体	28.16	18.05%	31.20	18.07%	73.83	31.99%	12.07	25.82%
其他	4.67	3.00%	4.58	2.65%	5.10	2.21%	0.92	1.96%
合计	156.00	100.00%	172.67	100.00%	230.79	100.00%	46.75	100.00%

资料来源：公司资料，中诚信国际整理

水电公路

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 4：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司水务及水环境治理业务收入情况（亿元）

项目	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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	54.43	82.53%	54.61	75.75%	59.58	69.65%	15.46	69.55%
其中：对港	41.42	62.81%	40.47	56.13%	42.27	49.42%	11.81	53.13%
对深	9.49	14.39%	10.34	14.34%	10.36	12.11%	2.05	9.22%
对莞	1.73	2.62%	1.97	2.73%	1.85	2.16%	0.32	1.44%
对骆马湖	1.79	2.71%	1.84	2.55%	2.07	2.42%	0.50	2.25%
对盐城	-	-	-	-	3.03	3.54%	0.78	3.51%
城市供水业务	10.39	15.76%	16.18	22.44%	23.15	27.06%	5.76	25.91%
污水处理业务	1.13	1.71%	1.30	1.81%	2.81	3.29%	1.01	4.54%
合计	65.95	100.00%	72.10	100.00%	85.54	100.00%	22.23	100.00%

资料来源：公司资料，中诚信国际整理

原水供应业务是公司收入主要来源，公司对香港、深圳及东莞的原水供应经营权自 2000 年起为期 30 年，且随着徐州及盐城项目运营，公司原水供应收入持续稳定增长

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。2019 年公司原水供应业务收入为 59.58 亿元，较上年增长 9.10%，占水资源业务收入的比例为 69.65%。2020 年一季度公司原水供应收入 15.46 亿元，占比为 69.55%。

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）。

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”），公司出资比例为 49%，享有控制权。2019 年以及 2020 年 1~3 月，徐州粤海水务公司原水供应量分别为 22,715.50 万吨和 5,546.11 万吨，分别实现收入 2.07 亿元和 0.50 亿元，净利润分别为 0.72 亿元和 0.21 亿元，较上年保持稳定。

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”），公司出资比例为 49%，享有控制权。盐城市人民政府授予项目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。盐城项目已于 2019 年 4 月投入运营。2019 年和 2020 年 1~3 月，盐城项目实现供水 18,294.55 万吨和 5,846.48 万吨，实现收入 3.03 亿元和 0.78 亿元，实现净利润 1.57 亿元和 0.30 亿元。

公司在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”）等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，并将其纳入其合并范围内。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 53.07 亿元。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，截至 2020 年 3 月末，水资源配置工程已完成投资 34.95 亿元，已到位资本金 49.16 亿元（包括中央投资补助 3.40 亿元、省级投资补助 6.67 亿元和项目公司各股东按股权比例缴纳的资本金 39.09 亿元，其中公司出资 14.589 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。

公司在城市自来水供应业务的布局力度加强，受业务扩展影响，城市供水量增加，供水收入持续增长

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 2020 年 3 月末，公司拥有自来水公司 29 家（其中 27 家公司控股），服务区域面积超过 21,236.279 平方公里，供水区域包括江苏、广东、广西、海南、江西、安徽等地，主要水源为梅江河、长江、东江、北江、桂江、浔江等河流。截至 2020 年 3 月末，公司及控股公司拥有管网约 10,509.093 公里。

在自来水生产成本中，净水成本为主要生产成本，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形势。受业务扩展影响，公司城市供水量和供水收入持续增长，2019 年公司供水总量 34.26 万吨，较上年增长 2.99 万吨，供水收入 23.15 亿元，较上年增长 43.08%。2020 年一季度，公司供水量和供水收入分别为 8.46 万吨和 5.76 亿元。

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，2019 年各自来水公司平均售水价位于 1.28 元/吨-2.83 元/吨之间。

2019 年公司新收购资产包项目，使污水处理业务收入增长，但该业务尚处于发展阶段，收入占比较小

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 2020 年 3 月末，公司拥有污水处理公司 30 家、运营污水处理厂 44 家，服务区域包括广东、海南、广西、贵州、浙江和甘肃等地。

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。

粤海投资于 2019 年 5 月 7 日，以现金约人民币 16.27 亿元完成收购江西海汇公用事业集团有限公司及其子公司（现更名为江西粤海公用事业集团有限公司，下称江西粤海集团）79% 权益。江西粤海集团于江西、安徽、浙江及甘肃经营一些水资源项目，总设计供水能力及污水处理能力分别为每日 109 万吨及每日 8.1 万吨。此外，粤海投资于 2019 年度成功投得或签约位于江苏省兴化市及邳州市、广东省湛江市及潮州市、广西壮族自治区荔浦市及云南省昆明市的六个新水资源项目，总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 185.40 万吨及每日 11 万吨，预计该等项目总投资金额为人民币 89.42 亿元。江西粤海集团于 2019 年 5 月纳入合并范围，使公司污水处理收入有所增长。2019 年公司污水处理收入 2.81 亿元，较上年增加 116.15%，占同期公司水资源业务收入比例 3.29%，2020 年一季度公司污水处理收入为 1.01 亿元，占比同期公司水资源业务收入比例为 4.54%。公司污水处理收入虽有增长，但占比较小，尚处于发展阶段。

2019 年，公司水资源业务中前五大客户销售收入占当年水务及水环境治理业务收入的比例为 65.09%，较 2018 年减少 2.91%，相对保持稳定。2020 年 1~3 月水资源业务中前五大客户销售收入占比为 62.89%。

表 5：2019 年公司水资源业务前五大客户情况（亿元、%）

序号	销售收入	占水资源业务总收入比例
第一名	46.89	54.82
第二名	4.82	5.63
第三名	2.55	2.98
第四名	0.75	0.88
第五名	0.67	0.78
合计	55.68	65.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2020 年 1~3 月公司水资源业务前五大客户情况（亿元、%）

序号	销售收入	占水资源业务总收入比例
第一名	11.57	52.05
第二名	1.35	6.07
第三名	0.69	3.10
第四名	0.23	1.03
第五名	0.14	0.63
合计	13.98	62.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

公司参控股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

公司电力供应业务由粤海投资负责投资运营，粤海投资控股中山粤海能源有限公司（以下简称“中山电厂”），并参股广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“靖海电厂”）。公司控股的发电厂所发电量均直接并入南方电网销售。

中山电厂为公司间接控股子公司。截至 2020 年 3 月末，公司对中山电厂的实际股权占比 40.23%。装机容量方面，2016 年起中山电厂装机容量为 600 兆瓦。售电方面，2019 年以及 2020 年 1~3 月中山电厂售电量分别为 26.93 亿千瓦时和 4.96 亿千瓦时，同期实现收入分别为 10.43 亿元和 2.21 亿元，相对较为稳定。

表 7：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司控股电厂售电情况（亿千瓦时、亿元）

电厂	2017		2018		2019		2020.1-3	
	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
中山电厂	24.16	9.22	27.94	10.84	26.93	10.43	4.96	2.21

注：中山电厂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，中诚信国际整理

参股电厂方面，截至 2020 年 3 月末，公司对靖海电厂有效股权占比为 14.12%。靖海电厂的装机容量为 3,200 兆瓦。2019 年靖海电厂的售电量和售电收入分别为 124.85 亿千瓦时和 54.55 亿港元，相对较为稳定，但 2019 年受煤价下调、成本下降影响，公司来自参股电厂的收益大幅上升，为 11,217.8 万港元，较 2018 年增幅达 284.94%。但 2020 年一季度受疫情影响导致用电需求下降，公司来自参股电厂的收益大幅下降，为 15.6 万港元。

公司持有一条高速公路，近三年收入较为稳定，但 2020 年一季度因疫情期间豁免通行费收入，公司该业务收入大幅下降

公司公路业务由粤海投资负责。截至 2020 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 56.46%。

兴六高速公路于 2003 年 8 月通车，经营期至

2032 年 9 月 5 日。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。2019 年，兴六高速日均收费车流量为 2.44 万辆次，收入为 6.63 亿元，较上年增加 4.44%，保持稳定；但因疫情防控豁免驶经高速公路车辆的通行费，2020 年一季度公司通行费收入大幅下降，仅为 0.53 亿元。随着 5 月 6 日起恢复收费，公司该业务收入有望增加。

表 8：截至 2020 年 3 月末兴六高速客车收费标准

分类	基本收费标准 (元/车公里)	客车桥隧收费标准 (元/车次)		
		1 类桥隧	2 类桥隧	3 类桥隧
一类	0.40	1.20	2.20	3.20
二类	0.80	2.40	4.40	6.40
三类	1.20	3.00	5.50	8.00
四类	1.45	3.60	6.60	9.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2020 年 3 月末兴六高速货车收费标准（元/车公里）

分类	基本收费标准	桥隧收费标准
一类（含专项作业车）	0.40	0.50
二类（含专项作业车）	0.89	1.13
三类（含专项作业车）	1.49	1.86
四类（含专项作业车）	1.89	2.36
五类（含专项作业车）	2.19	2.73
六类（含专项作业车）	2.33	2.91

注：6 轴以上专项作业车收费标准统一按六类货车的收费标准执行；6 轴以上货车在六类货车的收费标准的基础上，基本收费标准、桥隧收费标准按每增加 1 轴增加 0.6 元/车公里的收费系数；

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

公司房地产开发项目主要位于广州核心地区，2019 年拾桂府项目销售结转较多使公司房地产收入大幅增长

公司房地产开发的经营主体为广东粤港投资

表 10：截至 2020 年 3 月末公司在售项目情况（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	9.80	0.47	19.82	21.02
广州市荔湾区	宝华轩	住宅	1.00	0.52	0.37	0.04	1.36	1.49
广州市越秀区	拾桂府	住宅	20.38	11.93	2.87	3.69	18.87	21.58
佛山市南海区	阅海（南海和顺项目）	商住	12.99	17.37	0.56	11.05	0.00	0.99
合计			42.49	42.44	13.60	15.25	40.05	45.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务收入方面，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司房地产开发收入分别为 16.22 亿元和 4.10 亿元，2019 年较上年大幅增长 317.23%，主要受拾桂府等项目销售结转较多影响。

在建项目方面，截至 2020 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 52.02 亿元，已完成投资 30.10 亿元。其中，泰康路项目于 2017 年 3 月开工；南海和顺项目系公

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，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 2020 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）、拾桂府（珠光路项目）和阅海（南海和顺项目），实现销售面积 13.60 万平方米，剩余可售面积 15.25 万平方米，累计确认销售收入 40.05 亿元，累计回笼资金 45.08 亿元。

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 2020 年 3 月末，公司拟建房产项目为惠州大亚湾项目和江门项目，其中惠州大亚湾项目位于惠州大亚湾经济技术开发区，为商住项目，目前处于可研状态；江门项目位于江门市蓬江区滨江新区板块，为商住项目，计划总投资 20.50 亿元，预计建设周期为 2020 年 5 月~2023 年 9 月。

表 11：截至 2020 年 3 月末公司在建商品房情况（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	阅海（南海和顺项目）	商住	17.37	12.99	7.22
广州市越秀区	泰康路项目	商住	11.37	39.03	22.88
合计			28.74	52.02	30.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业经营和管理为公司带来了稳定的现金流入，但目前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

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。随着物业租金提高，2019 年公司物业经营和管理收入增长 57.12% 至 22.14 亿元。2020 年 1~3 月该业务收入为 2.91 亿元。

表 12：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司主要物业资产及运营情况（亿港元、%）

项目名称	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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	9.39	99.9	9.92	99.9	10.06	99.9	2.29	99.9
天津天河城购物中心	0.82	96.7	1.68	98.2	1.90	95.9	0.42	92.0
粤海天河城大厦	1.97	92.7	2.16	98.5	2.23	96.8	0.51	96.9
香港粤海投资大厦	0.55	100.0	0.57	99.5	0.58	98.6	0.15	100.0
合计	12.73	--	14.33	--	14.77	--	3.37	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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、粤海城和南沙粤海湾区中心。三诚国际金融中心项目位于广州市珠江新城轴线区域，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；南沙粤海湾区中心位于广州市南沙新区，计划总投资 19.00 亿元，于 2019 年开工。

表 13：截至 2020 年 3 月末公司在建商业地产项目情况（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	28.57
三诚国际金融中心	31.05	84.16	49.83
粤海城	46.21	109.00	50.86
南沙粤海湾区中心	13.33	19.00	7.22
合计	129.12	256.33	136.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司百货零售业共运营七间百货店，主要位于广东及周边城市，2019 年起公司百货零售收入确认按总额法调整，使相应收入大幅增长

公司百货零售业务由粤海投资下属企业广东粤海天河城百货有限公司和广州市粤海天河城百货商业有限公司负责具体运营。截至 2020 年 3 月末，公司负责经营的百货商场有天河城百货店、名盛百货店、东圃百货店、奥体百货店、东莞百货店、南海百货和万博百货店共七间百货店，主要位于广东及周边城市，总租用面积约为 13.60 万平方米。

2019 年公司百货零售业共实现营业收入 28.76 亿元，较 2018 年增长 375.40%，主要系 2019 年起公司百货销售收入由净额法调整为按总额法确认。2020 年一季度公司百货零售业实现收入 4.52 亿元。

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，但受新冠疫情影响，2020 年一季度酒店收入大幅下降

公司酒店管理业务主要由粤海投资经营。截至 2020 年 3 月末，粤海投资集团旗下的酒店管理团队管理共 34 间酒店，其中 3 间位于香港、1 间位于澳门、30 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。2019 年和 2020 年 1~3 月，粤海喜来登酒店平均入住率为 93.8% 和 31.4%，受新冠疫情影响，2020 年一季度入住率大幅下降。

2019 年公司酒店业收入较为稳定，但受新冠疫情影响，2020 年一季度公司酒店收入大幅下降，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司酒店分别实现收入 6.71 亿元和 0.55 亿元。

制造业

公司麦芽业务在行业内地位较高，产销量常年居亚洲第一位。公司拥有遍布全球的原料采购供应链，与国内各大啤酒集团都有长期合作关系

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，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，2019 年原材料进口比例分别为 94.79%。

供应商集中度方面，2019 年公司向前五名供应商采购金额占当期麦芽业务采购总额的 69.06%，较上年减少 0.53%。2020 年一季度向前五名供应商采购金额占比为 94.20%，集中度较高。

表 14：2019 年公司麦芽业务前五大供应商情况

(亿元、%)

序号	采购金额	占麦芽业务采购总额比例
第一名	3.74	23.34
第二名	2.93	18.31
第三名	1.67	10.46
第四名	1.53	9.55
第五名	1.18	7.40
合计	11.05	69.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：2020 年 1~3 月公司麦芽业务前五大供应商情况

(亿元、%)

序号	采购金额	占麦芽业务采购总额比例
第一名	1.60	32.34
第二名	0.96	19.41
第三名	0.89	18.09
第四名	0.83	16.73
第五名	0.38	7.62
合计	4.65	94.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。截至 2020 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 16：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月永顺泰麦芽业务经营

情况 (亿港元、万吨、%)

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
收入	28.06	28.61	29.91	4.64
产能	80.00	90.00	90.00	90.00*
产量	81.40	90.33	91.36	20.76
产能利用率	101.75	100.37	101.52	92.26*
销量	82.00	87.23	90.71	14.34
产销率	100.73	96.57	99.28	69.09

注：标*指标经过年化

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。受市场供需影响，近年来麦芽销量和收入均有所增长，2019 年永顺泰麦芽销售量 90.71 万吨，获得销售收入 29.91 亿元，其中收入较 2018 年增加 18.75%，但受疫情影响又有所回落，2020 年一季度永顺泰麦芽销售量和收入分别为 14.34 万吨和 4.64 亿元。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，2019 年前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为 61.51%，较 2018 年减少 2.99%。2020 年 1~3 月前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例 61.02%。

表 17：2019 年公司麦芽业务前五大客户情况 (亿元、%)

序号	销售金额	占麦芽业务销售总额比例
第一名	8.42	28.89
第二名	4.38	15.01
第三名	2.67	9.17
第四名	1.35	4.65
第五名	1.11	3.81
合计	17.94	61.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 18：2020 年 1~3 月公司麦芽业务前五大客户情况（亿元、%）

序号	销售金额	占麦芽业务销售总额比例
第一名	1.11	23.85
第二名	0.94	20.35
第三名	0.42	9.15
第四名	0.21	4.61
第五名	0.14	3.07
合计	2.83	61.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受原材料采购成本及市场行情变化等因素影响，公司马口铁业务收入较为波动

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粤海中粤（中山）马口铁工业有限公司（以下简称“粤海中粤”）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，2019 年，公司马口铁基板以数量计算，自产和外购的比例为 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。

2019 年公司向马口铁原材料前五大供应商支付的采购金额占马口铁业务采购总额的 69.25%，较 2018 年减少 9.24%。2020 年 1~3 月，前五大供应商支付的采购金额占马口铁业务采购总额的 80.54%。

表 19：2019 年公司马口铁业务前五大供应商情况（亿港元、%）

序号	采购金额	占马口铁业务采购总额比例
第一名	8.46	44.66

第二名	2.73	14.39
第三名	1.51	7.95
第四名	0.26	1.35
第五名	0.17	0.90
合计	13.13	69.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 20：2020 年 1~3 月公司马口铁业务前五大供应商情况（亿港元、%）

序号	采购金额	占马口铁业务采购总额比例
第一名	2.63	51.65
第二名	0.66	12.90
第三名	0.53	10.34
第四名	0.16	3.20
第五名	0.12	2.45
合计	4.10	80.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，公司采用以销定产的方式。截至 2020 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。行业产能过剩，且受经济环境影响，部分欧洲和中东地区以至国内下游企业需求减少，公司马口铁销量及收入均下滑，2019 年公司马口铁销量和收入分别为 27.16 万吨和 20.22 亿港元，分别较 2018 年减少 15.78%和 16.38%。2020 年一季度公司马口铁销量和收入分别为 6.38 万吨和 4.48 亿港元。

表 21：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月广南集团马口铁业务经营情况（亿港元、万吨、%）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
收入	17.81	24.18	20.22	4.48
产能	49.00	49.00	49.00	49.00*
产量	25.80	32.04	27.89	6.36
产能利用率	52.65	65.39	56.92	51.92*
销售量	26.39	32.25	27.16	6.38
产销率	102.29	100.66	97.38	100.31

注：标*指标经过年化

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

客户集中度方面，2019 年客户的销售金额占当期马口铁业务销售总额的 29.56%，较 2018 年减少 7.03%。2020 年 1~3 月，前五大客户的销售金额占当期马口铁业务销售总额的 34.08%。

表 22: 2019 年公司马口铁业务前五大客户情况(亿港元、%)

序号	销售金额	占马口铁业务销售总额比例
第一名	2.73	13.48
第二名	1.35	6.68
第三名	0.75	3.71
第四名	0.66	3.25
第五名	0.49	2.44
合计	5.98	29.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 23: 2020 年 1~3 月公司马口铁业务前五大客户情况(亿港元、%)

序号	销售金额	占马口铁业务销售总额比例
第一名	0.92	20.44
第二名	0.21	4.60
第三名	0.14	3.18
第四名	0.14	3.17
第五名	0.12	2.69
合计	1.53	34.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在加强环境保护及节能减排政策的背景下，国家加大对皮革行业治理，鞋面市场萎缩，下游客户需求量减少，未来公司制革业务可能受到一定影响

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，2019 年，毛皮进口比例为 24.30%，供应商包括美国泰森食品公司、温州市中原皮塑有限公司、浙江大众皮业有限公司、美亚国际公司、厦门沃姆贸易有限公司等，主要通过信用证的方式进行结算。

集中度方面，2019 年公司向制革业前五大供应商采购金额占当年采购总额的 37.85%，较上年减少 17.15%。2020 年 1~3 月，公司向制革业务前五大供

应商采购金额占当期采购总额的 51.86%。

表 24: 2019 年公司制革业务前五大供应商情况(万元、%)

序号	采购金额	占制革业务采购总额比例
第一名	1,360.45	12.66
第二名	849.78	7.91
第三名	662.26	6.16
第四名	640.58	5.96
第五名	554.73	5.16
合计	4,067.80	37.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 25: 2020 年 1~3 月公司制革业务前五大供应商情况(万元、%)

序号	采购金额	占制革业务采购总额比例
第一名	757.65	24.65
第二名	403.42	13.12
第三名	148.94	4.85
第四名	146.88	4.78
第五名	137.28	4.47
合计	1,594.17	51.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。截至 2020 年 3 月末，其牛面革年生产能力约为 1,800 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 年开始公司皮革产量有所减少，2019 年公司牛面革产量为 985 万平方英尺，较上年减少 24.52%。2020 年一季度公司皮革产量继续下降，为 141 万平方英尺。

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。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。2019 年公司牛面革销量和收入分别为 1,144 万平方英尺和 1.57 亿元，分别较上年减少 19.21%和 21.89%。2020 年 1~3 月公司牛面革销量和收入分别为 69 万平方英尺和 0.13 亿元。

表 26: 2017~2019 年和 2020 年 1~3 月粤海制革经营情况(亿港元、万平方米、%)

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
收入	3.22	2.38	1.78	0.15
牛面革产量	1,638	1,305	985	141
牛面革销售量	1,668	1,416	1,144	69
牛面革产销率	101.83	108.51	116.14	48.94

资料提供: 公司提供, 中诚信国际整理

客户集中度方面, 2019 年公司对制革业务前五大客户的销售金额占当期制革业务销售总额的 50.03%, 较 2018 年增加 20.27%。2020 年一季度公司对制革业务前五大客户的销售金额占当期制革业务销售总额的 64.21%。

表 27: 2019 年公司制革业务前五大客户情况 (万元、%)

序号	销售金额	占制革业务销售总额比例
第一名	3,007.63	19.21
第二名	2,009.88	12.84
第三名	1,111.90	7.10
第四名	881.41	5.63
第五名	821.43	5.25
合计	7,832.25	50.03

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 28: 2020 年 1~3 月公司制革业务前五大客户情况 (万元、%)

序号	销售金额	占制革业务销售总额比例
第一名	229.00	17.35
第二名	209.85	15.90
第三名	170.48	12.92
第四名	139.25	10.55
第五名	98.84	7.49
合计	847.42	64.21

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

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, 中诚信国际将持续关注公司制造业业务未来经营情况。

公司积极拓展产业园区业务, 主要承担园区厂房、

配套项目建设以及招商引资, 随着粤港澳大湾区的稳步推进, 产业园区业务将成为公司未来发展的重点方向之一

近年公司积极拓展现代新型产业园区(即产业地产)业务, 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)。

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 2020 年 3 月末, 公司已竣工园区项目为粤鲲智能制造项目一期、粤海普洛斯电商物流园项目一期和粤海工业智造项目一期项目, 完成投资 6.86 亿元; 公司在建园区项目包括银瓶创新区基础设施 PPP 项目、粤海工业智造项目二期、三期和电子电气互连产业园一期, 计划总投资 58.62 亿元, 已完成投资 14.08 亿元。

表 29: 截至 2020 年 3 月末公司竣工在建园区项目情况 (亿元)

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额
竣工项目:			
粤鲲智能制造项目一期	2017.4~2019.7	-	1.51
粤海普洛斯电商物流园项目一期	2017.10~2019.6	-	2.75
粤海工业智造产业中心项目一期	2017.7~2019.5	-	2.60
合计		-	6.86
在建项目:			
银瓶创新区基础设施 PPP 项目	2017.11~2023.12	47.54	10.43
粤海工业智造产业中心项目二期	2018.3~2020.11	2.49	0.99

粤海工业智造产业中心项目三期	2019.7~2020.11	3.83	1.55
电子电气互连产业园一期	2019.8~2021.10	4.76	1.11
合计		58.62	14.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司拟建园区项目包括基础元器件创新产业中心项目和粤福电子加速器应用化项目，计划总投资合计为 8.39 亿元。

公司产业金融尚处于起步阶段，暂未形成规模，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。

资产管理业务方面，公司的子公司粤海资产管理有限公司、广东粤海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。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司资产管理业务收入分别为 3,131.58 万元和 705.95 万元，净利润分别为 19,282.08 万元和 4,218.98 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。2019 年及 2020 年 1~3 月，公司融资租赁业务收入分别为 939.54 万元和 92.28 万元，净利润分别为 1,343.03 万元和 482.68 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，收入规模较小。

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 2020 年 3 月末，公司投资余额 22.10 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电厂有限公司、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 30：截至 2020 年 3 月末公司主要股权投资情况（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	11,053.31	--
粤普仓储物流投资控股有限公司	8,771.60	11,053.31	--
联营企业	167,196.38	209,900.09	7,105.38
广东粤电靖海发电有限公司	81,971.35	102,187.18	--
肇庆市肇水水务发展有限公司	33,069.00	37,205.32	--
江河港武水务（常州）有限公司	7,110.00	19,137.33	--
广东永旺天河城商业有限公司	8,004.15	17,855.56	--
黄龙食品工业有限公司	24,966.19	11,331.94	--
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	5,887.18	--
广东省紫金县宝金畜牧有限公司	1,029.78	4,682.51	--
深圳市科荣软件股份有限公司	1,300.00	1,855.57	--
三畅有限公司	2.01	1,519.30	--
兴隆粤海艺术文化旅游开发有限公司	1,350.00	823.40	--
浙江皓谷网络科技有限公司	300.00	309.42	--
粤海包装实业有限公司	--	--	--
Guangdong Power Investment Limited	4,267.02	7,105.38	7,105.38
合计	175,967.98	220,953.40	7,105.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的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、2018 年度和 2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务数据均采用当期期末数据。公司财务报表使用新会计准则编制，为合并口径数据。

盈利能力

作为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，毛利率水平较为稳定，公司盈利能力较强

公司近年来业务持续发展，营业收入稳定增长。2019 年公司主营业务收入 230.79 亿元，较上年增加 33.65%，主要系水务及水环境治理、商品房销售增长较多。2020 年一季度公司主营业务收入为 46.75 亿元。

毛利率方面，2019 年，公司主营业务毛利率分

别为 46.14%，较 2018 年略下降 0.57%，总体较为稳定。分业务板块来看，2019 年煤炭价格有所回落，公司电力供应板块毛利率由负转正；受马口铁原材料价格波动影响，马口铁业务毛利率亦呈波动态势；2019 年因皮革销售单位成本跌幅大于单位售价的跌幅，制革毛利扭亏为盈；2018 年开售的拾桂府（珠光路项目）受市场环境的影响，销售单价处于较高水平，且销售面积大幅增加，使近年来公司商品房销售业务毛利率持续上升。2020 年 1~3 月，公司主营业务毛利率为 48.53%

表 31：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（亿元）

业务板块	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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	65.95	65.70%	72.10	63.23%	85.54	63.94%	22.23	64.07%
电力供应	9.22	-3.94%	10.84	-3.82%	10.43	4.51%	2.21	15.34%
公路	5.93	66.74%	6.35	67.90%	6.63	68.96%	0.53	55.72%
水电公路	81.11	57.86%	89.29	55.42%	102.60	58.23%	24.97	59.58%
麦芽制造及销售	23.82	18.31%	25.18	19.18%	29.91	16.93%	4.64	16.05%
马口铁制造及销售	15.44	2.47%	20.41	6.24%	17.78	9.73%	4.02	5.58%
皮革制造及销售	2.79	-7.05%	2.01	-13.78%	1.57	1.87%	0.13	6.71%
制造业务	42.05	10.81%	47.61	12.24%	49.25	13.85%	8.79	11.12%
商品房销售	1.17	55.07%	3.89	65.14%	16.22	75.36%	4.10	75.70%
物业投资及发展	13.83	86.45%	14.09	82.71%	22.14	75.31%	2.91	83.39%
百货零售	6.24	91.83%	6.05	91.77%	28.76	18.45%	4.52	18.87%
酒店业	6.92	66.05%	7.17	57.52%	6.71	56.05%	0.55	-0.90%
城市综合体	28.16	81.32%	31.20	76.48%	73.83	51.42%	12.07	52.80%
其他	4.67	37.21%	4.58	32.35%	5.10	38.28%	0.92	50.02%
合计	156.00	48.79%	172.67	46.71%	230.79	46.14%	46.75	48.53%

资料来源：公司资料，中诚信国际整理

期间费用方面，由于近年公司经营规模扩大、参控股企业较多，期间费用呈增长趋势，2019 年公司期间费用支出金额 46.13 亿元，较 2018 年增长 12.14%。同期公司期间费用收入占比 19.69%，较 2018 年减少 3.71%，公司对期间费用控制能力有所加强。

利润总额方面，2019 年公司利润总额为 64.52 亿元，较 2018 年大幅增长 51.76%，主要系公司营业收入大幅增长叠加投资性房地产公允价值变动收益及投资收益增多。2020 年 1~3 月，公司利润总额 12.39 亿元。

表 32：2017~2019 年和 2020 年 1~3 月公司盈利能力相关指标

分析（亿元）				
	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	5.70	6.16	7.44	1.31
管理费用	29.06	31.89	35.10	9.67
财务费用	-2.20	2.62	2.84	1.31
研发费用	-	0.46	0.75	0.10
期间费用合计	32.55	41.14	46.13	12.39
费用收入占比	20.49%	23.40%	19.69%	25.91%
利润总额	50.42	42.51	64.52	12.39
经营性业务利润	43.00	38.36	55.99	95.73
公允价值变动收益	6.02	2.36	5.24	-1.70
投资收益	1.94	1.42	2.29	4.56

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

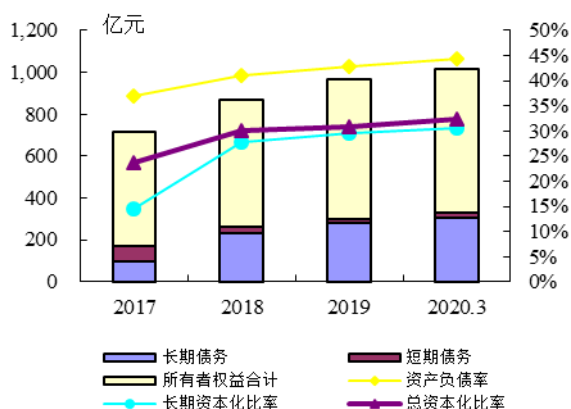
资产质量

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，公司有息债务规模有所增长，但以长期债务为主，短期内偿债压力不大

近年来，受益于业务的稳定发展，公司资产及负债规模有所扩大，且随着利润的不断累积，公司资本实力不断增强，2019 年公司总资产、总负债和所有者权益（含少数股东权益）分别为 1,167.17 亿元、500.78 亿元和 666.39 亿元，分别较 2018 年末增长 13.61%、18.79% 和 10.01%。2020 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益（含少数股东权益）分别为 1,229.63 亿元、544.43 亿元和 685.20 亿元。

财务杠杆方面，受业务扩展、举债规模扩大影响，公司财务杠杆有所提升，但整体处于较低水平。截至 2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 42.91% 和 30.90%，分别较上年末增加 1.87% 和 0.84%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 44.28% 和 32.46%。

图 2：2017~2019 年和 2020 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主。截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产占总资产的比重为 65.64%。公司非流动资产主要由投资性房地产、无形资产、固定资产和长期应收款构成。

具体来看，截至 2019 年末，公司投资性房地产为 276.91 亿元，主要系购物中心房产及出租物业等。固定资产为 87.54 亿元，主要系房屋建筑物及机器设备。公司无形资产为 146.57 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。公司长期应收款为 106.99 亿元，较 2018 年末大幅增长 166.85%，主要系水务业务扩张下，水务 BOT 及 PPP 项目采用金融资产模式核算确认长期应收款，此外亦有就污水处理业务向特许经营权授予人确认长期应收款。截至 2020 年 3 月末，公司投资性房地产、无形资产、固定资产和长期应收款分别为 278.69 亿元、166.56 亿元、110.28 亿元和 116.93 亿元。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产和存货构成。具体科目来看，货币资金主要系银行存款，截至 2019 年末，公司货币资金为 260.27 亿元，其中受限货币资金 14.09 亿元，主要系预售楼款监管资金和存放中央银行款项中法定存款准备金；交易性金融资产主要系债务工具投资，2019 年末交易性金融资产为 0.59 亿元，较 2018 年末大幅下降 99.10%，主要系持有的理财产品到期还本付息。存货主要系公司已完工及在建的房地产开发产品和尚未开发的土地储备，2019 年末公司存货为 95.64 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司货币资金、交易性金融资产和存货分别为 245.76 亿元、0.54 亿元和 97.93 亿元。

表 33：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	160.52	223.69	260.27	245.76
交易性金融资产	0.76	65.46	0.59	0.54
存货	78.57	80.12	95.64	97.93
长期应收款	31.49	40.10	106.99	116.93
投资性房地产	221.37	241.98	276.91	278.69
固定资产	94.28	89.03	87.54	110.28
无形资产	139.18	136.99	146.57	166.56
总资产	868.61	1,027.31	1,167.17	1,229.63

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债构成方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2020 年 3 月末，公司非流动负债占负债总额

的 71.10%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、递延所得税负债和其他非流动负债构成。具体科目来看，截至 2019 年末，公司长期借款为 113.18 亿元，利率区间为 1.41%~5.23%，以信用借款为主；应付债券为 108.00 亿元，2019 年公司新增债券规模合计为 20.00 亿元；公司长期应付款为 23.14 亿元，较 2018 年增长 20.90 倍，主要系 2019 年公司发行资产支持票据（优先级额度 16.80 亿元）；递延所得税负债主要系投资性房地产公允价值变动所致，同期末为 42.80 亿元；公司其他非流动负债为 40.51 亿元，较 2018 年末增加 165.56%，主要系新增 2019 年广东省专项债券。截至 2020 年 3 月末，公司长期借款、应付债券、长期应付款、递延所得税负债和其他非流动负债分别为 127.64 亿元、118.00 亿元、37.87 亿元、43.03 亿元和 40.62 亿元。

表 34：截至报告出具日公司应付债券情况（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
2019 年第一期中期票据	10.00	3.43%	3 年
2019 年第一期公司债（品种一）	4.00	3.74%	5 年
2019 年第一期公司债（品种二）	6.00	3.74%	10 年
2020 年第一期公司债	10.00	2.96%	7 年
2020 年第一期中期票据	10.00	2.05%	3 年
合计	128.00	-	-

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

流动负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司流动负债占负债总额的 28.90%。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。其中，短期借款主要系信用借款，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司短期借款分别为 10.25 亿元和 17.85 亿元；应付账款主要系应付的工程款，账龄以一年以内为主，同期末分别为 20.65 亿元和 25.44 亿元；合同负债

主要系房地产项目和销售商品的预收款，同期末分别 27.95 亿元和 28.67 亿元；其他应付款主要系应付的工程款、资产购置款和押金质保金定金等，同期末为 57.99 亿元和 53.35 亿元；一年内到期的非流动负债分别为 6.59 亿元和 5.55 亿元。公司流动负债总体较为稳定。

表 35：近年来公司主要负债情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
短期借款	9.18	11.66	10.25	17.85
应付账款	29.86	14.68	20.65	25.44
合同负债	0.00	14.67	27.95	28.67
其他应付款	43.73	60.17	57.99	53.35
一年内到期的非流动负债	65.19	15.92	6.59	5.55
长期借款	38.23	132.96	113.18	127.64
应付债券	55.00	88.00	108.00	118.00
长期应付款	0.41	1.06	23.14	37.87
递延所得税负债	35.77	35.92	42.80	43.03
其他非流动负债	6.07	15.25	40.51	40.62
总负债	320.36	421.57	500.78	544.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务方面，受公司业务发展资金需求扩大以及举债规模扩大的影响，2018 年以来公司债务规模有所扩大，2019 年和 2020 年 1~3 月，公司总债务金额分别为 298.03 亿元和 329.33 亿元，其中 2019 年末较上年增长 14.49%。公司债务以长期债务为主，截至 2020 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.09 倍，有息债务中短期债务规模较小，债务结构较为合理。

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流和 EBITDA 对债务具有一定的保障能力，短期内债务到期较少，且备用流动性充足，整体偿债能力极强

经营活动净现金流方面，2019 年和 2020 年 1~3 月，公司经营活动产生的净现金流分别为 72.05 亿元和 -0.43 亿元。其中，2019 年经营活动产生的净现金流较上年增长 25.04%，2020 年一季度经营活动净现金流由正转负主要系粤港供水支付税费、永顺泰支付大麦原材料款等增加影响。同期，公司经营活动净现金/总债务分别为 0.24

倍和-0.01 倍，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，2019 年公司 EBITDA 为 91.74 亿元，受利润总额增长影响，较上年增长 27.59 亿元，公司整体获现能力很强，EBITDA 对债务本息具有一定的保障能力。

表 36：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	76.04	28.80	18.76	26.11
长期债务	93.64	231.51	279.26	303.22
总债务	169.68	260.31	298.03	329.33
货币资金/短期债务	2.11	7.77	13.87	9.41
EBITDA/短期债务	0.94	2.23	4.89	--
经营活动净现金流	45.50	57.62	72.05	-0.43
经营活动净现金/总债务	0.27	0.22	0.24	-0.01*
经营活动净现金流利息覆盖倍数	7.82	8.96	5.99	-0.14
EBITDA	71.53	64.15	91.74	--
总债务/EBITDA	2.37	4.06	3.25	--
EBITDA 利息倍数	12.29	9.98	7.63	--

注：带*的一季报指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

有息债务到期方面，截至 2020 年 3 月末，公司一年以内、一年至两年、两年至三年和三年至四年、四年至五年和五年以上的到期金额分别为 22.65 亿元、94.46 亿元、15.04 亿元、47.05 亿元、7.36 亿元和 139.05 亿元。

表 37：截至 2020 年 3 月末公司有息债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年至两年	两年至三年	三年至四年	四年至五年	五年以上
到期债务	22.65	94.46	15.04	47.05	7.36	139.05

注：公司总债务中有部分无息债务，无息部分不在此表范围内

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 7.53 亿元，对外担保金额较小，均系房屋按揭贷款担保。

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司获得各银行授信额度约 1,794.43 亿元，其中已使用额度 140.95 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产合计 33.19 亿元，主要系受限货币资金 13.56 亿元和用于借款抵押的投资性房地产项目

（粤海城项目）13.77 亿元。

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，2017~2020 年 4 月 1 日，公司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

公司系广东省政府全资控股的国有资本投资公司，战略地位重要，得到广东省政府的大力支持

2014 年广东省国资委批准公司将资本公积中的 9 亿元转增注册资本，增资后公司注册资本为 10 亿元，增强公司抗风险能力。

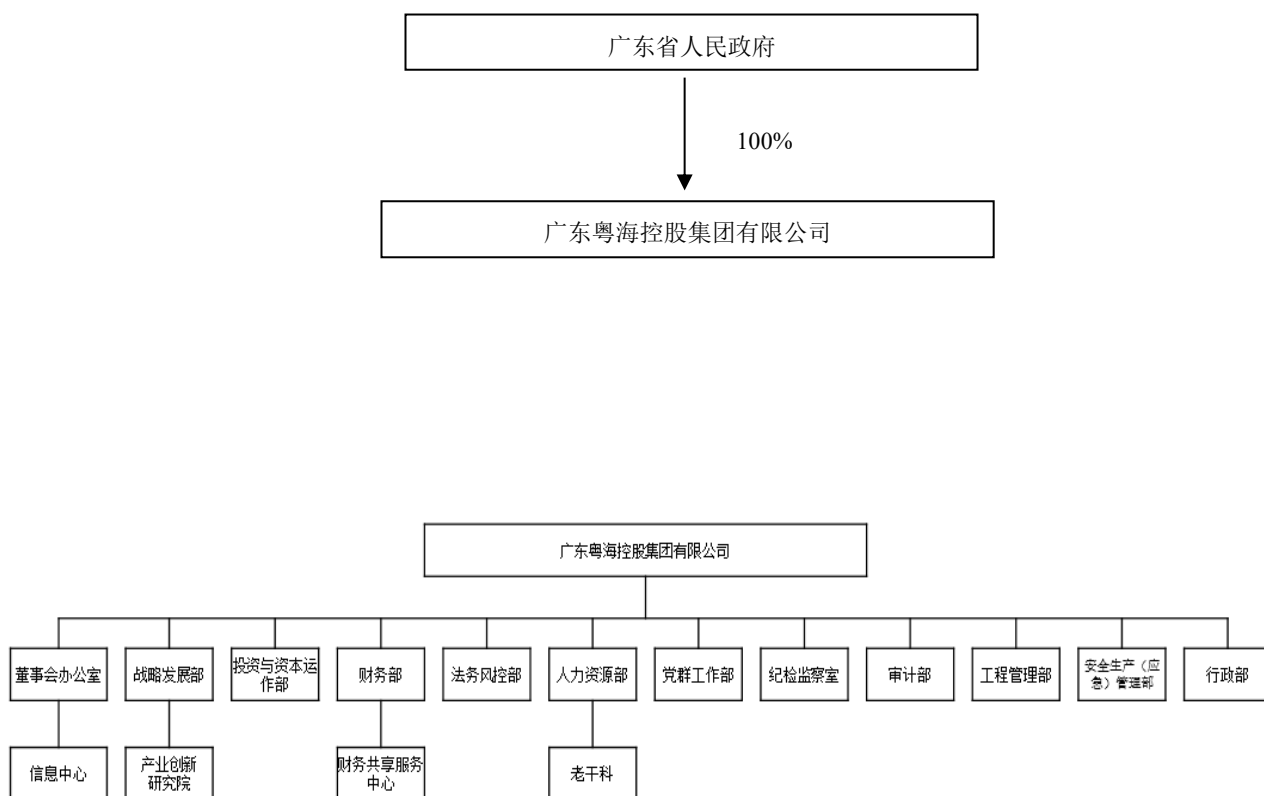
2015 年广东省政府批复《广东粤海控股集团有限公司实施国有资本投资公司改革试点方案》，公司作为广东省两家实施国有资本投资和运营改革试点公司之一（另一家为恒建投资），定位为广东省国有资本投资公司，战略地位重要。

另外，公司在水务业务经营等方面得到政府的重点支持，如公司获得自 2000 年 8 月起共计为期 30 年的对香港、深圳及东莞的供水经营权，具有较强的区域及业务垄断性。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东粤海控股集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 粤控 01”、“19 粤控 02”和“20 粤控 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：广东粤海控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：广东粤海控股集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,605,213.81	2,236,884.86	2,602,662.46	2,457,555.41
应收账款净额	148,934.00	160,254.82	182,450.74	241,298.22
其他应收款	64,303.64	49,808.46	59,123.93	70,886.33
存货净额	785,735.34	801,223.76	968,589.69	988,443.47
长期投资	259,017.32	261,368.29	409,432.14	449,226.43
固定资产	942,756.03	890,306.31	875,365.07	1,102,793.27
在建工程	42,347.66	404,972.01	633,842.77	701,799.87
无形资产	1,391,835.88	1,369,941.93	1,465,735.35	1,665,641.34
总资产	8,686,094.31	10,273,105.34	11,671,670.87	12,296,338.25
其他应付款	437,347.95	601,689.01	579,857.96	533,526.44
短期债务	760,352.69	287,986.59	187,645.15	261,070.10
长期债务	936,402.83	2,315,145.09	2,792,625.49	3,032,221.71
总债务	1,696,755.52	2,603,131.68	2,980,270.64	3,293,291.81
净债务	91,541.71	366,246.81	377,608.18	835,736.39
总负债	3,203,642.15	4,215,698.60	5,007,759.43	5,444,306.03
费用化利息支出	53,598.72	55,152.04	79,631.02	21,616.45
资本化利息支出	4,607.28	9,150.46	40,608.24	10,277.51
所有者权益合计	5,482,452.16	6,057,406.73	6,663,911.45	6,852,032.23
营业总收入	1,588,341.18	1,757,769.74	2,342,985.63	478,227.66
经营性业务利润	429,984.85	383,634.81	559,885.94	95,729.18
投资收益	19,359.49	14,200.38	22,853.31	45,610.14
净利润	350,258.76	265,959.50	450,413.78	91,330.18
EBIT	557,815.42	480,272.46	724,797.15	145,537.49
EBITDA	715,338.53	641,542.90	917,405.77	--
经营活动产生现金净流量	455,000.64	576,233.82	720,508.36	-4,329.71
投资活动产生现金净流量	-153,991.39	-859,054.35	-766,412.54	-590,003.70
筹资活动产生现金净流量	-355,028.71	858,908.01	134,166.25	252,173.61
资本支出	343,243.85	543,551.49	1,262,150.42	267,999.95
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	48.82	46.68	45.99	48.57
期间费用率(%)	20.49	23.40	19.69	25.91
EBITDA 利润率(%)	45.04	36.50	39.16	--
总资产收益率(%)	6.49	5.07	6.61	4.86*
净资产收益率(%)	6.60	4.61	7.08	5.41*
流动比率(X)	1.86	3.08	2.78	2.69
速动比率(X)	1.42	2.50	2.14	2.06
存货周转率(X)	1.01	1.18	1.42	1.00*
应收账款周转率(X)	11.15	11.33	13.58	8.96*
资产负债率(%)	36.88	41.04	42.91	44.28
总资本化比率(%)	23.63	30.06	30.90	32.46
短期债务/总债务(%)	44.81	11.06	6.30	7.93
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	0.22	0.24	-0.01*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.60	2.00	3.84	-0.07*
经营活动净现金/利息支出(X)	7.82	8.96	5.99	-0.14
总债务/EBITDA(X)	16.00	13.56	13.86	--
EBITDA/短期债务(X)	2.37	4.06	3.25	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.94	2.23	4.89	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.29	9.98	7.63	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款、其他流动负债和长期应付款等科目的有息债务分别调整至短期债务和长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：广东粤海控股集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	111,945.92	197,941.85	7,759.58	59,588.39
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	62,543.85	56,017.55	47,605.59	47,458.14
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,408,932.62	1,747,197.96	1,899,029.96	1,895,235.69
固定资产	694.06	520.36	433.32	421.16
在建工程	--	--	--	--
无形资产	0.00	38.15	276.47	270.69
总资产	2,078,172.30	2,544,925.54	2,725,430.49	2,965,935.41
其他应付款	528,164.24	549,806.06	539,044.01	662,118.38
短期债务	300,000.00	230,000.00	140,000.00	140,000.00
长期债务	550,000.00	880,000.00	1,080,000.00	1,180,000.00
总债务	850,000.00	1,110,000.00	1,220,000.00	1,320,000.00
净债务	738,054.08	912,058.15	1,212,240.42	1,260,411.61
总负债	1,398,126.42	1,661,617.93	1,761,186.07	1,982,680.35
费用化利息支出	38,000.20	30,784.62	34,728.65	9,366.91
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	680,045.88	883,307.61	964,244.43	983,255.06
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-95,163.41	-144,867.39	-148,707.36	-56,462.78
投资收益	90,071.04	194,039.64	161,175.69	75,469.62
净利润	-6,045.36	47,977.73	11,630.82	19,010.63
EBIT	31,954.84	78,919.15	46,202.67	28,377.54
EBITDA	32,464.37	79,311.40	46,494.75	--
经营活动产生现金净流量	-72,084.53	172,553.16	-102,949.95	80,260.93
投资活动产生现金净流量	62,806.20	-341,206.81	-96,151.85	-17,213.65
筹资活动产生现金净流量	-213,111.41	254,649.59	8,919.53	-11,218.46
资本支出	42.81	411.02	223.83	172.13
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	1.48	3.41	1.75	--
净资产收益率(%)	-0.89	6.14	1.26	7.81*
流动比率(X)	0.21	0.37	0.27	0.45
速动比率(X)	0.21	0.37	0.27	0.45
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	67.28	65.29	64.62	66.85
总资本化比率(%)	55.55	55.69	55.85	57.31
短期债务/总债务(%)	35.29	20.72	11.48	10.61
经营活动净现金/总债务(X)	-0.08	0.16	-0.08	0.24*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.24	0.75	-0.74	2.29*
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.90	5.61	-2.96	8.57
总债务/EBITDA(X)	-13.48	11.52	-16.12	--
EBITDA/短期债务(X)	26.18	14.00	26.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.11	0.34	0.33	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.85	2.58	1.34	--

注：1、2020 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
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+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+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）
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
应收账款周转率	=营业总收入/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）
营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
营业毛利率	=（营业总收入—营业成本合计）/营业总收入
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-营业成本合计-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
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）
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。