

# 广东粤海控股集团有限公司

## 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：贺文俊 [wjhe@ccxi.com.cn](mailto:wjhe@ccxi.com.cn)

项目组成员：程 成 [chcheng@ccxi.com.cn](mailto:chcheng@ccxi.com.cn)

评级总监

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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和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](http://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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1913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“14 粤海 MTN002”、“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”、“19 粤海 MTN001”、“20 粤海 MTN001”和“20 粤海 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**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”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 粤海 MTN002”、“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”、“19 粤海 MTN001”、“20 粤海 MTN001”和“20 粤海 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司战略地位显著、业务多元化发展且水务及水环境治理等多个业务优势明显、营收规模持续快速增长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、债务规模增长较快、母公司财务杠杆水平偏高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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,027.31	1,167.17	1,508.65	1,700.03
所有者权益合计（亿元）	605.74	666.39	747.30	790.46
总债务（亿元）	260.31	298.03	431.08	577.15
营业总收入（亿元）	175.78	234.30	314.99	78.73
净利润（亿元）	26.60	45.04	43.45	21.06
EBITDA（亿元）	64.15	91.74	95.76	--
经营活动净现金流（亿元）	57.62	72.05	52.57	-19.80
资产负债率(%)	41.04	42.91	50.47	53.50
粤海控股（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	254.49	272.54	350.29	448.59
所有者权益合计（亿元）	88.33	96.42	132.96	131.86
总债务（亿元）	111.00	122.00	162.00	228.00
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	4.80	1.16	3.71	-1.10
EBITDA（亿元）	7.93	4.65	8.42	--
经营活动净现金流（亿元）	17.26	-10.29	14.42	33.57
资产负债率(%)	65.29	64.62	62.04	70.61

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、已将各期其他流动负债、租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至相关科目。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019\_02)

广东粤海控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	35.35	10
	总资产收益率(%)*	5.82	8
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	36.80	10
	总债务/EBITDA(X)*	3.95	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	8.17	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	11.03	7
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	314.99	10
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正面

■ **战略地位显著。**公司定位为广东省国有资本投资公司，是落实广东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。公司在政策、资产及资金方面享有极强的竞争优势，战略地位显著。

■ **业务多元化发展，且水务及水环境治理等多个业务优势明显。**公司业务以水务及水环境治理产业、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资为主，以产业金融为支撑，业务发展多元化。其中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，收入及现金流较为稳定；城市综合体产业中物业投资、百货零售等可产生稳定的现金流入；制造业中麦芽业务处于行业领先地位，公司多个业务竞争优势明显。

■ **营收规模持续快速增长。**2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 175.78 亿元、234.30 亿元、314.99 亿元和 78.73 亿元；2020 年疫情冲击下，公司主营业务仍实现了逆势增长，抗风险能力较强。

■ **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。

■ **债务规模增长较快，母公司财务杠杆水平偏高。**公司总债务由 2018 年的 260.31 亿元快速增长至 2021 年 3 月末的 577.15 亿元；根据相关公告，截至 2021 年 4 月 30 日，公司借款余额 604.55 亿元，当年累计新增借款 179.65 亿元，占 2020 年末审计净资产的比例超过 20%。粤海控股母公司承担了集团体系内的直接债务融资工作，截至 2021 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别为 70.61%和 63.36%，母公司财务杠杆水平偏高。

## 评级展望

中诚信国际认为，广东粤海控股集团有限公司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。

**评级历史关键信息 1**

广东粤海控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 粤海 MTN002	2020/07/17	张卡、王慧	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	14 粤海 MTN002 (AAA) 17 粤海专项债 01/17 粤海 01 (AAA) 18 粤海专项债 01/18 粤海 01 (AAA) 19 粤海 MTN001 (AAA)	2020/6/19	张卡、马蕙桐、王慧	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY_2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 粤海 MTN001	2020/05/15	张卡、王慧	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 粤海 MTN001	2019/7/16	余茜、王冲	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY_2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 粤海专项债 01 (AAA)	2018/2/28	陆静怡、汪莹莹	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY_2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 粤海专项债 01 (AAA)	2017/7/17	陆静怡、伍琴	--	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	14 粤海 MTN002 (AAA)	2014/9/22	杨洋、刘礼彬	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**评级历史关键信息 2**

广东粤海控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	18 粤海 01 (AAA)	2018/03/12	张卡、刘衍青	<a href="#">*通用行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 粤海 01 (AAA)	2017/07/27	邵新惠、邹慧	<a href="#">*通用行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	经营活动净现金流
粤海控股	1,508.65	747.30	50.47	314.99	43.45	52.57
恒健投资	2,995.77	1,764.66	41.09	513.28	57.52	106.26

注：“恒健投资”为“广东恒健投资控股有限公司”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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
14 粤海 MTN002	AAA	AAA	2020/6/19	15	15	2014/11/03~2021/11/03	--
17 粤海专项债 01/17 粤海 01	AAA	AAA	2020/6/19	15	15	2017/08/07~2027/08/07	附第 5 年末发行人票面利率选择权和投资人回收选择权
18 粤海专项债 01/18 粤海 01	AAA	AAA	2020/6/19	18	18	2018/03/20~2028/03/20	附第 5 年末发行人票面利率选择权和投资人回收选择权
19 粤海 MTN001	AAA	AAA	2020/6/19	10	10	2019/10/16~2022/10/16	--
20 粤海 MTN001	AAA	AAA	2020/5/15	10	10	2020/05/25~2023/05/25	--
20 粤海 MTN002	AAA	AAA	2020/7/17	10	10	2020/07/29~2025/07/29	--

## 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

根据公司于 2021 年 4 月 29 日发布的《广东粤海控股集团有限公司公司债券年度报告（2020 年）》（以下简称“《公司债券年度报告》”），公司存续期内的债券募集资金使用情况如下：

“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金总额为 15 亿元；募集资金 3.7 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，4.3 亿元用于粤海泰康路停车场建设项目，剩余 7 亿用于补充流动资金；“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金 2020 年期末余额为 0.00 亿元。“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金总额为 18 亿元；募集资金 11.8 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，剩余 6.2 亿用于补充流动资金；“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金 2020 年期末余额为 0.00 亿元。《公司债券年度报告》称，截至该报告出具日，上述债券募集资金专项账户运作规范；根据公司有关办法，募集资金使用经由集团财务部总经理及集团相关领导审批。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢

复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但

积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 2019年供水行业处于平稳发展阶段，优化格局及改善水质是行业发展重点；污水处理行业进入快速发展期，配套设施建设和改造进程或将加快

2019年我国供水行业处于平稳发展阶段，2019年供水总量6,021.2亿立方米，较2018年增加5.7亿立方米。继续推进南水北调等引水工程有利于实现中国水资源南北调配、东西互济的合理配置格局。《水污染防治行动计划》和《中华人民共和国水污染防治法》为改善用水水质提供了制度和法律保障。

在环保产业投资高速增长的带动下，我国污水处理行业进入快速发展期。“十四五”期间，伴随着

水处理系统化治理的升级，在控源截污、点源治理、面源治理的要求下，污水处理设施和排水管网建设、提标改造需求以及污泥减量化与无害化需求等加速释放。据测算，预计到2025年，我国污水处理厂处理能力将增至2.64亿吨/日。《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》要求尽快实现污水管网全覆盖、全收集、全处理，“十四五”期间管网的建设、修复市场将被大量释放。

**中诚信国际认为，**未来优化格局及改善水质是供水行业发展重点；城镇污水设施、配套管网建设和提标改造进程或将进一步加快。

### 建立反映供水成本、激励提升供水质量的动态定价机制是水价调整的发展方向

水价改革呈现价格水平不断上升、水价分类不断简化、逐步推行阶梯式水价等特征。

2013年12月，国家发展改革委和住房城乡建设部对全面实行城镇居民阶梯水价做出部署。2015年1月，国家发展改革委、财政部和住房城乡建设部联合发布《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）。通知要求合理制定和调整收费标准，规定了城市污水处理收费的最低标准，并实行差别化收费政策，鼓励社会资本投入。

2018年6月，国家发展改革委出台《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》（发改价格规【2018】943号），要求建立健全补偿成本、合理盈利、激励提升供水质量、促进节约用水的价格形成和动态调整机制，保障供水工程和设施良性运行，促进节水减排和水资源可持续利用。要求加快构建覆盖污水处理和污泥处置成本并合理盈利的价格机制，推进污水处理服务费形成市场化，逐步实现城镇污水处理费基本覆盖服务费用。

2019年4月，《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019~2021）》提出要加大财政力度，地方各级人民政府要尽快将污水处理费标准调整到位，原则上应当补偿污水处理和污泥处理处置设施正

常运营成本。

中诚信国际认为，发挥政府财政作用并完善价格调整机制是提高水价的资源配置能力、缓解我国水资源供需矛盾的关键着眼点。

### 水务行业中国有企业仍占据主导地位，部分以 PPP 模式参与环境综合治理工程的水务企业资本支出压力增大

由于水务行业的公共属性，各地多以地方国有控股水务公司运营当地供排水及水利设施投资等业务。国有水务企业凭借其资金、资源优势不仅具备较强的异地扩张能力，而且通过水务衍生行业的拓展，逐渐成为全国性的综合服务商。

近年来水务企业跑马圈地，传统的供水和污水处理领域的项目基本布局完毕。在政策的引导下，水务企业的投资重点逐步转向以 PPP 模式参与环境综合治理工程。环境综合治理项目前期投入大、回款期长，以及其项目资金回笼对地方政府财政实力和支付意愿依赖程度较高，参与环境治理项目程度较高的水务企业存在较高的资金压力。

中诚信国际认为，近年来水务公司以 PPP 模式参与环境综合治理工程的力度加大，部分企业资本支出压力增加，其回款情况主要依赖于地方政府的财力和支付意愿，企业的现金回流情况亦存在较大压力。

### 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。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。

### 广东省作为国内经济发达省份，整体经济水平较高，但增速放缓，财政实力持续增长；2020 年新冠疫情及落实减税政策影响下，全省经济增速与全国水平相当，税收收入出现负增长，但通过盘活政府资源资产带来的非税收入增长补足

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 2020 年末，广东省户籍人口 9,808.66 万人。

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，2020 年高铁客运量占全部铁路客

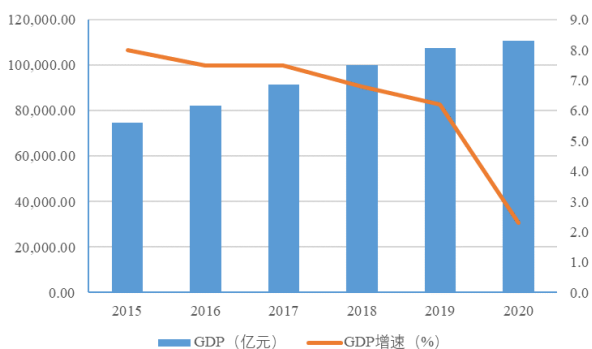


运量的比重为 83.8%。公路方面，截至 2020 年末全省公路通车里程 22.2 万公里，其中，高速公路里程 10,488 公里，城际交通便利。空运方面，广东拥有广州白云国际机场、深圳宝安国际机场以及珠海、汕头等区域性机场，2020 年全省民航旅客运输总量和周转量分别为 8,878 万人和 1,426.35 亿人公里，受疫情影响分别较上年下降 36.3%和 46.0%。

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。2017~2020 年，广东省实现地区生产总值（GDP）分别为 89,879.23 亿元、97,277.77 亿元、107,671.07 亿元和 110,760.94 亿元，GDP 增速分别为 7.5%、6.8%、6.2%和 2.3%，2020 年全省经济增速与全国增速相当。2020 年三次产业结构比为 4.3:39.2:56.5，得益于金融业及房地产业的快速增长，2020 年广东省第三产业占 GDP 比重较 2017 年上升 2.5 个百分点，产业结构持续优化。

工业运行方面，2018~2020 年广东省工业增加值分别同比增长 5.9%、4.6%和 1.3%。2020 年广东规模以上工业增加值增长 1.5%，支柱行业生产加快，电器机械和器材制造业、汽车制造业增加值分别增长 8.0%、6.6%；与防疫物资生产相关的行业保持较快增长，医药制造业增长 12.0%、化学纤维制造业增长 22.5%。传统行业稳步恢复，其中纺织业增长 7.9%。先进制造业占比提升，全年先进制造业增加值同比增长 3.4%，占规模以上工业增加值的 56.1%，占比同比提高 1.2 个百分点。

图 1：2015~2020 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

固定资产投资方面，2018 年和 2019 年分别较上年增长 10.7%和 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%。2020 年，广东省固定资产投资同比增长 7.2%。在高标准农田和生猪规模化养殖场的新建和改扩建带动下，第一产业投资增长 81.0%，增幅比上年大幅提高 99.0 个百分点。高技术制造业投资加快，同比增长 6.9%，增幅同比提高 7.9 个百分点，其中在口罩、防护服、手套等医疗物资需求增大带动下，医药制造业、医疗设备及仪器仪表制造业投资分别增长 82.9%和 31.5%。新经济发展和防疫要求对电子信息、网络相关设备需求大量增加，全年电子计算机及办公设备制造业投资增长 60.5%。

财政方面，2018~2020 年，广东省一般公共预算收入分别为 12,102.90 亿元、12,651.46 亿元和 12,922.97 亿元，其中税收收入是其主要收入来源，占一般公共预算收入比重在 80%左右。2020 年广东省税收收入负增长 1.8%，其中主体税种<sup>1</sup>收入负增长 3.5%，主要是受新冠肺炎疫情和落实减税政策影响；同期非税收入增长 17.4%，主要是为应对疫情影响各级采取措施盘活政府资源资产，国有资源（资产）有偿使用收入增长 62.9%。财政支出方面，2018~2020 年，广东省一般公共预算支出分别为 15,737.37 亿元、17,314.12 亿元和 17,484.67 亿元。财政平衡方面，同期广东省财政平衡率分别为 76.91%、73.07%和 73.91%，整体财政自给能力较强。

表 1：2018~2020 年广东省财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	12,102.90	12,651.46	12,922.97
其中：税收收入	9,737.33	10,062.35	9,881.21
非税收入	2,365.57	2,589.11	3,040.76
政府性基金收入	5,886.85	6,111.99	8,642.42
一般公共预算支出	15,737.37	17,314.12	17,484.67
政府性基金支出	5,474.04	6,290.68	9,572.77

<sup>1</sup> 主体税种指增值税、企业所得税和个人所得税；其余为中小税种。

财政平衡率	76.91%	73.07%	73.91%
税收占比	80.45%	79.54%	76.5%

数据来源：广东省财政厅网站，中诚信国际整理

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，经济总量位居全国前列。广东省极强的经济水平为收费公路行业的发展提供了强有力的保障。

## 业务运营

公司业务以水务及水环境治理产业、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资

为主，以产业金融为支撑。近年来，公司主营业务收入稳定增长，2018~2020年及2021年1~3月，公司分别实现主营业务收入172.67亿元、230.79亿元、310.78亿元和77.26亿元，水电公路业务和城市综合体业务为公司收入的最主要来源。近年来，受益于水务及水环境治理业务的扩张和物业销售业务的大量结转，公司主营业务收入连续大幅增长。其中，2020年疫情冲击下，公司主营业务收入仍实现了逆势增长；2021年1~3月，公司各业务板块均保持了良好的疫后修复态势，当期主营业务收入较上年同期增长65.25%。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

业务板块	2018		2019		2020		2021.1~3	
	主营收入	占比	主营收入	占比	主营收入	占比	主营收入	占比
水务及水环境治理	72.10	41.75	85.54	37.07	140.33	45.15	32.50	42.07
电力供应	10.84	6.28	10.43	4.52	10.01	3.22	3.38	4.37
公路	6.35	3.68	6.63	2.87	9.39	3.02	7.51	9.72
<b>水电公路</b>	<b>89.29</b>	<b>51.71</b>	<b>102.60</b>	<b>44.46</b>	<b>159.72</b>	<b>51.39</b>	<b>43.39</b>	<b>56.16</b>
麦芽制造及销售	25.18	14.59	29.91	12.96	29.70	9.56	6.40	8.29
马口铁制造及销售	20.41	11.82	17.78	7.70	18.80	6.05	4.95	6.41
皮革制造及销售	2.01	1.17	1.57	0.68	1.70	0.55	0.44	0.57
<b>制造业务</b>	<b>47.61</b>	<b>27.57</b>	<b>49.25</b>	<b>21.34</b>	<b>50.20</b>	<b>16.15</b>	<b>11.79</b>	<b>15.26</b>
物业经营	11.66	6.75	12.65	5.48	11.51	3.70	3.83	4.95
物业销售	3.62	2.09	21.99	9.53	53.11	17.09	13.50	17.48
物业管理	1.56	0.91	2.24	0.97	1.93	0.62	0.74	0.95
百货零售	6.05	3.50	28.76	12.46	22.96	7.39	1.72	2.23
酒店业	7.17	4.15	6.71	2.91	3.55	1.14	0.96	1.25
<b>城市综合体</b>	<b>30.06</b>	<b>17.41</b>	<b>72.35</b>	<b>31.35</b>	<b>93.05</b>	<b>29.94</b>	<b>20.76</b>	<b>26.87</b>
其他	5.72	3.31	6.58	2.85	7.80	2.51	1.32	1.71
<b>合计</b>	<b>172.67</b>	<b>100.00</b>	<b>230.79</b>	<b>100.00</b>	<b>310.78</b>	<b>100.00</b>	<b>77.26</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，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、污水处理和勘测设计在内的“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。

2020年该业务营业收入同比增幅超过60%，除相关业务规模持续扩大外，主要系公司根据财政部2021年2月2号发布的《企业会计准则解释第14

号》，对原水供应、城市供水及污水处理业务中BOT项目调整会计核算方式，当年确认了共计38.98亿元项目建造收入，并相应结转成本；其中原水供应、城市供水及污水处理业务分别新增3.86亿元、16.69亿元和18.44亿元BOT项目建造收入。

此外，广东省水利厅于2020年6月30日将广东省水利电力勘测设计研究院有限公司（以下简称“水电设计院”）全部产权划转至公司，水电设计院是一家水利水电综合型勘测设计单位，受益于水电设计院的划入，2020年及2021年1~3月，公司水

务及水环境治理板块分别新增 6.54 亿元和 2.95 亿元勘测设计业务收入。

表 3：近年来公司水务及水环境治理业务收入情况（亿元）

项目	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	54.61	75.75%	59.58	69.65%	64.55	45.99%	15.96	49.11%
其中：对港	40.47	56.13%	42.27	49.42%	42.85	30.54%	11.18	34.40%
对深	10.34	14.34%	10.36	12.11%	10.50	7.48%	2.94	9.05%
对莞	1.97	2.73%	1.85	2.16%	2.01	1.43%	0.53	1.63%
对骆马湖	1.84	2.55%	2.07	2.42%	2.04	1.45%	0.49	1.51%
对盐城	-	-	3.03	3.54%	3.29	2.34%	0.82	2.52%
其他	-	-	-	-	3.86	2.75%	-	-
城市供水业务	16.18	22.44%	23.15	27.06%	41.18	29.35%	11.63	35.78%
污水处理业务	1.30	1.81%	2.81	3.29%	23.78	16.95%	1.49	4.58%
勘测设计业务	-	-	-	-	6.54	4.66%	2.95	9.08%
其他业务	-	-	-	-	4.28	3.05%	0.47	1.45%
合计	72.10	100.00%	85.54	100.00%	140.33	100.00%	32.50	100.00%

注：1、“其他业务”系公司 2020 年公司新接收飞来峡水利枢纽、乐昌峡水利枢纽和潮州供水枢纽产生的水力发电收入；上述三座水利枢纽共有发电机组 11 台，总装机容量为 31.80 万 KW，2020 年三座水利枢纽总发电量和总上网电量分别为 108,652.54 万 KWH 和 106,812.28 万 KWH；2、“原水供应业务-其他”系公司在建原水供应项目确认的建造收入。

资料来源：公司提供，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、江苏徐州和盐城等。2018~2020 年以及 2021 年 1~3 月，公司原水供应业务收入分别为 54.61 亿元、59.58 亿元、64.55 亿元和 15.96 亿元，占同期水务及水环境治理业务收入的比例分别为 75.75%、69.65%、45.99%和 49.11%。

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）。

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 2020 年 12 月 28 日香港特别行政区政府与广东省人民政府签订的最新协议条款，对港供水价格采用“统包扣减”方式计算，2021 年、2022 年及 2023 年按 8.2 亿吨/年供水量约定基本水价分别为 48.8553 亿港元、49.5051 亿港元和 50.1635 亿港元，根据港方每年节约的供水量扣减基本水价，2021 年、2022 年、2023 年扣减单位水价金额分别为 0.3 港元/吨、0.304 港元/吨和 0.308 港元/吨。供水协议约定，每年实际供水量不得低于 6.15 亿吨。广东省政府考虑香港受疫情影响，决定将 2021 年实际水价冻结在 2020 年水平（即 48.2141 亿港元，合 42.85 亿元人民币）。

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”)，该项目由徐州粤海水务负责，公司出资比例为 49%，享有控制权。项目采用“移交-运营-移交”运营模式，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。项目已于 2016 年投入运营。2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，徐州粤海水务供水量分别为 18,600.34 万吨、22,715.50 万吨、25,393.00 万吨和 6,600.00 万吨，分别实现收入 18,392.79 万元、20,664.07 万元、20,428.69 万元和 4,939.45 万元，分别实现净利润 8,225.77 万元、7,217.76 万元、7,352.28 万元和 1,805.28 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”），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运营的特许经营权，特许经营期为 2019 年至 2043 年。截至 2021 年 3 月末，盐城 PPP 项目已完成投资 32.91 亿元，已于 2019 年 4 月投入运营。2019 年、2020 年以及 2021 年 1~3 月，盐城项目分别供水 18,294.55 万吨、24,182.00 万吨和 5,760.00 万吨，分别实现收入 30,330.25 万元、32,865.90 万元和 8,196.33 万元，净利润分别为 15,717.15 万元、11,971.73 万元和 3,782.51 万元。

公司在建的重大原水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”）。水资源配置工程由粤海水务股份、广州南沙工化投资有限公司、深圳市环境水务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。粤海水务股份持有项目公司 34% 股权，并将其纳入合并范围内。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。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 2021 年 3 月末，已完成投资 96.74 亿元，已到位资本金 97.48 亿元（包括中央投资补助 14.40 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 76.41 亿元，其中公司出资 25.98 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，得益于业务扩展、城市供水量增加，城市供水收入持续增长

公司城市供水业务主要由粤海水务股份及粤海投资旗下粤海水务控股有限公司（以下简称“粤海水务控股”）负责运营。截至 2021 年 3 月末，公司拥有自来水公司 32 家（其中 29 家为控股），公司供水服务区域面积超过 22,018 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 2021 年 3 月末，公司及控股公司拥有管网约 15,500 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，公司供水量持续增长，2018~2020 年和 2021 年 1-3 月，公司供水总量分别为 31.27 亿吨、34.26 亿吨、37.39 亿吨和 11.06 亿吨，平均日供水量分别为 856.71 万吨、947 万吨、1,024.28 万吨和 1,228.56 万吨。受供水量增加影响，公司供水收入持续增长，同期公司城市供水收入分别为 16.18 亿元、23.15 亿元、41.18 亿元和 11.63 亿元，占同期公司水资源业务收入的比例分别为 22.44%、27.06%、29.35% 和 35.78%。

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；2020 年，各自来水公司平均售水价位于 1.43~2.72 元/吨之间；2021 年 1~3 月，各自来水公司平均售水价位于 1.53~2.78 元/吨之间。

### **2019 年以来公司持续购入水资源项目，也带动了污水处理业务的增长；此外，因 BOT 项目调整会计核算方式，公司 2020 年新增 18.44 亿元污水处理 BOT 项目建设收入**

污水处理方面，公司污水处理业务主要由粤海水务股份及粤海水务控股负责运营。截至 2021 年 3 月末，公司拥有污水处理公司 45 家、运营污水处理厂 123 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 16.27 亿元完成收购江西海汇公用事业集团有限公司（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”）及其子公司 79% 权益。江西粤海集团于江西、安徽、浙江及甘肃经营水资源项目，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。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。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，该等项目总投资金额逾 80 亿元。

2020 年，公司通过并购新增若干个位于中国广东省丰顺县、惠来县、汕尾市及江苏省武进市的新水资源项目，并自建广东省云浮市水资源项目，上述项目总设计供水能力和设计污水处理能力分别

为每日 751,000 吨及每日 373,500 吨，预计项目总投资金额为 38.70 亿元。此外，公司于 2020 年 7 月以现金约 6,000 万元收购哈尔滨工业大学中百信软件基地有限责任公司（下称“哈尔滨中百信”）及其子公司的 75% 权益。哈尔滨中百信位于中国黑龙江省哈尔滨市，主要从事水质研究及水资源技术开发及创新。

2021 年 1~3 月，粤海投资成功投得或签约位于广东省揭阳市、江苏省邳州市及江西省南昌县的三个新水资源项目，总设计供水能力和设计污水处理能力分别为 43.2 万吨/日及 6.8 万吨/日，预计该等项目总投资金额约为 19.76 亿元。

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司污水处理收入分别为 1.30 亿元、2.81 亿元、23.78 亿元和 1.49 亿元，占同期公司水务及水环境治理业务收入比例分别为 1.81%、3.29%、16.95% 和 4.58%。污水处理业务的收入规模及占比均呈持续增长，其中，2020 年因新增 18.44 亿元污水处理 BOT 项目建设收入而增幅较大，剔除上述因素后，污水处理业务收入整体占比仍较小，仍处于发展阶段。

### **受益于水电设计院股权划入，公司于 2020 年新增勘测设计业务，有助于公司水资源业务的多元化拓展**

依据广东省水利厅与粤海控股于 2020 年 6 月 30 日签订的《广东省水利厅与广东粤海控股集团有限公司关于广东省水利电力规划勘测设计研究院交接框架协议》，水电设计院的全部产权被划转至粤海控股，粤海控股自 2020 年 6 月 30 日起持有水电设计院 100% 的产权。2020 年 10 月 22 日，经广东省市场监督管理局核准变更登记，水电设计院由全民所有制企业变更为有限责任公司。截至 2020 年末，水电设计院经审计的合并口径总资产为 24.80 亿元，净资产为 5.65 亿元。

水电设计院是一家集工程规划、勘测、设计、咨询、总承包和监理于一体的综合型勘测设计单位，有较为完备的水电行业勘测、设计、监理等资

质。自 1956 年建院以来，水电设计院承接了较多广东省内、省外乃至国外水利水电重点项目。水电设计院先后组织编制了广东省流域综合规划、广东省水利发展“十二五”规划、广东电网 2020 年抽水蓄能电站选点规划、珠江三角洲水资源配置工程规划等对全省经济发展具有重要影响的水电规划；完成了东深供水工程、新丰江水电站、乐昌峡水利枢纽等不同功能、型式的水利水电工程的勘测、设计和监理工作；相继承接了广州、惠州、清远、深圳、阳江等大型抽水蓄能电站的勘测设计任务；承接了海南省大广坝水利水电二期（灌区）工程昌江干渠及低干渠工程、缅甸吉荣吉瓦水电站等 10 多项省外、国外水利水电项目。

水电设计院的营业收入主要来自于勘测设计业务和水利水电工程施工总承包业务。公司在施工的勘测设计项目主要包括珠江三角洲水资源配置工程、榕江关埠引水工程和阳江抽水蓄能电站等项目，水电设计院及其子公司在完成合同约定的完工节点所需的全部义务后，按合同约定的完工节点付款比例或以业主签认的中期计量单确认收入。

总承包业务方面，水电设计院主要在建总承包项目包括湛江市雷州青年运河灌区续建配套与节水改造工程和明珠湾区慧谷片区（工业区涌至大角山）超级堤工程设计施工总承包等，水电设计院作为牵头单位与施工单位组成联合体共同参与 EPC 工程总承包建设，水电设计院负责设计及外部协

调，施工单位负责项目的进度、质量、安全、环境及安全文明施工等施工管理工作。

近年来，水电设计院营业收入呈现波动，其中，2019 年收入规模上升较快，主要系当年达到完工节点的项目较多，2020 年受总承包业务收入减少影响而收入有所回落。新签合同方面，水电设计院 2020 年新签合同金额较为突出，达到 48.03 亿元，当年中标并承接广东省水利发展“十四五”规划、广东省水利基础设施空间布局规划、粤西地区水资源配置工程总体方案、东江流域水安全保障提升工程总体方案、环北部湾广东水资源配置工程勘测设计、广东河源抽水蓄能电站全阶段勘测设计、深汕合作区供水工程全过程工程咨询等项目。截至 2021 年 3 月末，水电设计院在手未完工合同额为 184.81 亿元，项目储备情况较好。

**表 4：近年来水电设计院营业收入构成情况（万元）**

业务类型	2018	2019	2020	2021.1~3
勘测设计	57,274.98	92,087.20	94,178.47	22,997.14
总承包	79,178.01	104,360.18	57,687.48	134.42
其他	13,580.41	12,338.02	13,360.22	6,594.77
<b>合计</b>	<b>150,033.40</b>	<b>208,785.40</b>	<b>165,226.17</b>	<b>29,726.33</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 5：近年来水电设计院新签合同金额构成情况（万元）**

业务类型	2018	2019	2020	2021.1~3
勘测设计	89,811.58	64,629.09	328,752.32	5,981.50
总承包	104,481.59	52,136.49	131,630.07	-
其他	13,416.28	16,995.36	19,930.67	470.6
<b>合计</b>	<b>207,709.45</b>	<b>133,760.94</b>	<b>480,313.06</b>	<b>6,452.10</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 6：水电设计院合同金额前五大在建勘测设计项目情况（万元）**

项目名称	合同金额	累计确认收入	回款金额	项目建设周期
珠江三角洲水资源配置工程	155,837.41	60,882.15	64,517.99	2017.08-2023.12
榕江关埠引水工程	14,617.68	4,826.59	1,461.77	2018.06-2021.12
阳江抽水蓄能电站	13,531.57	7,636.44	8,094.62	2015.11-2023.11
广东省西江干流治理工程	8,381.18	5,141.51	5,450.00	2020.03-2023.03
湛江市引调水工程项目建议书、可行性研究报告、勘察服务设计服务项目	7,857.57	2,965.12	3,143.03	2019.06-2023.06
<b>合计</b>	<b>200,225.41</b>	<b>81,451.81</b>	<b>82,667.41</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 7：水电设计院合同金额前五大在建施工总承包项目情况（万元）**

项目名称	合同金额	累计确认收入	回款金额	项目建设周期
湛江市雷州青年运河灌区续建配套与节水改造工程	122,861.47	71,638.76	67,624.17	2009.05

惠州市白花河防洪排涝治理工程 EPC 总承包	78,782.95	469.72	2,841.31	2020.12-2024.05
明珠湾区慧谷片区（工业区涌至大角山）超级堤工程设计施工总承包	53,359.25	40,632.01	41,910.86	2018.06
广东省山区五市中小河流治理工程连平县 2015、2016 年度项目设计采购施工总承包	41,377.78	16,192.98	17,196.87	2015.80
连山县德建水库供水工程 EPC 总承包	36,494.50	1,045.87	11,352.86	2020.11
<b>合计</b>	<b>332,875.95</b>	<b>129,979.35</b>	<b>140,926.07</b>	

注：截至 2021 年 3 月末，部分项目已超出合同约定的工期，暂时无法估计完工时间，故仅列示开工时间。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自 2020 年 6 月 30 日接收以来，公司确认了 9.49 亿元水电勘测设计收入（2020 年 7 月~2021 年 3 月）。总的来看，水电设计院积累了较多水利水电勘测设计行业经验，并开始拓展水务工程总承包业务，水电设计院的划入有助于公司水资源业务产业链的延伸，也对公司收入形成了有益补充。

**表 8：2019 年公司水务及水环境治理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
<b>合计</b>	<b>55.68</b>	<b>65.09</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 9：2020 年公司水务及水环境治理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	43.42	30.94
第二名	4.74	3.38
第三名	2.7	1.92
第四名	1.58	1.13
第五名	0.82	0.58
<b>合计</b>	<b>53.26</b>	<b>37.95</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：2021 年 1~3 月公司水务及水环境治理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	11.2	34.46
第二名	1.22	3.75
第三名	0.94	2.89
第四名	0.41	1.26
第五名	0.44	1.35
<b>合计</b>	<b>14.21</b>	<b>43.72</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司水务及水环境治理业务中前五大

客户销售收入总额为 53.26 亿元，占当期公司水务及水环境治理业务收入的比例为 37.95%，较 2019 年的比例下降了 27.14 个百分点，受益于整体收入规模的扩大，该业务板块对大客户的依存度已有显著下降。

总的来看，公司水务及水环境治理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，同时受益于水电勘测设计业务的无偿划入，公司水务及水环境治理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 2021 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，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月中山电厂售电量分别为 27.94 亿千瓦时、26.93 亿千瓦时、28.77 亿千瓦时和 6.41 亿千瓦时；同期，实现收入分别为 10.84 亿元、10.43 亿元、10.01 亿元和 3.38 亿元。2018~2020 年，中山电厂分别实现分红 0 亿元、0.34 亿元和 0.34 亿元。

参股电厂方面，截至 2021 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；2018~2020 年以及 2021 年 1~3

月，靖海电厂的售电量分别为 134.64 亿千瓦时、124.85 亿千瓦时、132.14 亿千瓦时和 30.54 亿千瓦时，同期靖海电厂的售电收入分别为 57.16 亿港元、54.55 亿港元、54.70 亿港元和 14.07 亿港元；同期，公司分占靖海电厂的溢利分别为 2,914.20 万港元、11,217.8 万港元、12,934.9 万港元和 70.30 万港元。

2018 年受发电耗用标煤价格上涨影响，靖海电厂盈利水平下降导致公司分占参股电厂的溢利下降；2019 及 2020 年受益于煤价下调靖海电厂盈利水平提高，公司分占溢利大幅增长。2018~2020 年，靖海电厂分别实现分红 0.52 亿元、0.27 亿元和 0.94 亿元。

**表 11：近年来公司控股电厂售电情况（亿千瓦时、亿元）**

电厂	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	27.94	10.84	26.93	10.43	28.77	10.01	6.41	3.38

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

### 公司持有兴六高速公路，近三年通行费收入较为稳定；2020 年因疫情期间豁免通行费收入，公司业务收入大幅下降

公司公路业务由粤海投资负责。截至 2021 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，主线全长 99.57 公里，为双向 4 车道高速公路；三条支线合计 52.70 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。

2018~2020 年以及 2021 年 1~3 月，兴六高速日均收费车流量为 2.24 万辆次、2.44 万辆次、1.43 万辆次和 1.44 万辆次，收入分别为 6.35 亿元、6.63 亿元、9.39 亿元和 7.51 亿元；2018~2020 年，兴六高速公路实现分红 2.05 亿元、1.20 亿元和 1.30 亿元。根据交通运输部于 2020 年 2 月 15 日发布的一项政策，自 2020 年 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束为止，豁免驶经兴六高速公路车辆的通行费；随着 5 月 6 日起恢复收费，公司该高速公路通行费收入呈现一定程度的恢复。此外，根据广西壮族自治区交通运输厅、发改委、财政厅发布的《关于顺延全区收费公路收费期限的通知》，新冠肺炎疫情防

控期间免费通行时间不计入原批复项目收费期限，免费期限结束后，全区各收费公路项目原批复收费期限截止日期按照累计免费通行 79 天（2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日）进行顺延。因此，兴六高速公路的特许经营权将自动延长 79 天。

2020 年，公司启动了公路升级改造工程，预算约为 13.51 亿元，截至 2020 年 12 月 31 日，已投资 5.64 亿元。2020 年，疫情冲击及免收费政策下兴六高速收入较 2019 年增长超过 40%，主要系公路升级改造带来的建造收入超过了车流量减少和豁免通行费的影响。

**表 12：截至 2021 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 13：截至 2021 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：除专项作业车统一按六类货车执行外，6 轴以上货车在六类货车收费标准的基础上，基本收费标准及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，公司水务及水环境治理业务具有较强的垄断性及资源优势，收入和现金流较为稳定；电力和高速公路业务规模占比较小，其中近年来电力业务盈利能力较好，受疫情期间政策影响 2020 年高速公路通行费收入同比下降较大，目前已逐步恢复。

## 城市综合体

**公司住宅及商业地产开发项目主要位于广州核心地区，2019 年以来项目销售结转较多使公司物业销售收入大幅增长；公司在建物业投资规模较大，或对公司形成一定的资本支出压力**

公司物业销售业务包括住房型地产和商业地产的开发和销售。业务收入方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司物业销售收入分别为 3.62 亿元、21.99 亿元、53.11 亿元和 13.50 亿元，2019 年及 2020 年大幅增长主要系拾桂府等项目销售结转较多。

**住房型地产方面**，公司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，目前项目分布于广州老城区、珠江新城、番禺等区域，也逐步向佛山、惠州、江门和珠海等城市拓展。公司根据每个房地产项目成立相应的项目公司，项目公司中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二级资质。

公司下属的粤海地产已有 25 年的房地产开发经验，累计开发住房型地产总面积已超过 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 2021 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）、阅海（南海和顺项目）和江门壹桂府（陈垣路项目），实现销售面积 20.69 万平方米，剩余可售面积 24.55 万平方米。累计已确认销售收入 65.45 亿元，累计回笼资金 74.77 亿元。

**表 14：截至 2021 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	9.98	0.29	21.16	21.54
广州市荔湾区	宝华轩	住宅	1.00	0.52	0.39	-	1.45	1.54
广州市越秀区	拾桂府	住宅	20.38	11.93	6.40	0.16	42.85	46.49
佛山市南海区	阅海	商住	12.99	17.37	2.74	8.86	-	4.29
江门市蓬江区	江门壹桂府	商住	19.37	22.27	1.18	15.24	-	0.91
合计			<b>61.86</b>	<b>64.92</b>	<b>20.69</b>	<b>24.55</b>	<b>65.45</b>	<b>74.77</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建未售项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建项目为广州市越秀区的泰康路商住项目、惠州市大亚湾经济技术开发区的大亚湾住宅项目、江门市蓬江区的甘化厂项目和珠海市金湾区的金湾项目，总建筑面积 112.15 万平方米，计划总投资 139.83 亿元，已完成投资 72.35 亿元。

拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司拟建房产项目主要为中山马鞍岛项目和佛山湾华项目，其中：中山马鞍岛项目位于中山翠亨新区，为住宅项目，计划投资 59.10 亿元，目前已取得《国土证》《建设用地规划许可证》；佛山湾华项目位于佛山市禅城区，为住宅项目，计划投资 39.52 亿元，目前已经取得《建设用地规划许可证》和部分《建设工程规划许可证》。

**表 15：截至 2021 年 3 月末公司在建未售商品房情况（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
广州市越秀区	泰康路项目	商住	11.81	39.03	26.03

惠州市大亚湾经济技术开发区	惠州大亚湾项目	住宅	14.02	8.51	0.95
江门市蓬江区	江门甘化厂项目	商住	61.33	52.13	19.55
珠海市金湾区	珠海金湾项目	商住	24.99	40.16	25.82
<b>合计</b>	-	-	<b>112.15</b>	<b>139.83</b>	<b>72.35</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**商业地产开发方面**，2020 年以来公司建成完工的商业地产项目为粤海广场（番禺天河城），该项目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。截至 2021 年 3 月末，粤海广场项目已完成竣工验收备案，其中一期公寓 2019 年 12 月 18 日竣工验收备案，二期写字楼于 2020 年 5 月 29 日竣工验收备案。项目商务公寓及写字楼于 2017 年开始预售，截至 2021 年 3 月末，销售签约面积 10.66 万平方米，销售签约金额 26.53 亿元，已交楼 10.43 万平方米，实现销售收入 25.80 亿元。

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、粤海城和南沙粤海湾区中心，截至 2021 年 3 月末，公司在建商业地产项目规划建筑面积为 108.71 万平方米，计划总投资 219.34 亿元，已投资 138.10 亿元。

**表 16：截至 2021 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	总投资额	已投资额
三诚国际金融中心	31.20	84.16	61.38
粤海城	64.13	116.65	66.69
南沙粤海湾区中心	13.38	18.53	10.03
<b>合计</b>	<b>108.71</b>	<b>219.34</b>	<b>138.10</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

三诚国际金融中心项目位于广州市珠江新城中轴线区域，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。截至 2021 年 3 月末，三诚国际金融中心项目塔楼 B 机电完成 98%；装修完成 93%；幕墙验收完成。塔楼 A 大塔楼核心筒 53 层完成；钢结构 42 层施工（钢结构整体完成 72%）；机电 7~18 层水平管线安装（大塔楼整体完成 18%）；幕墙完成 17 层（整体完成 26%）。

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。粤海城项目一期公寓及办公产品已在 2018 年 12 月开始销售，截至 2021 年 3 月末，累计签约面积约 5.74 万平方米、回笼资金 36.12 亿元，项目预计 2024 年完成销售。

南沙粤海湾区中心位于广州市南沙新区，计划总投资 18.53 亿元，截至 2021 年 3 月末，南沙粤海湾区中心项目已取得建筑工程施工许可证。工程进度方面，南塔二层结构施工完成 100%，北塔二层结构施工完成 100%。

总的来看，2019 年及 2020 年公司住宅类和商业类房地产均实现了大幅增长，公司物业开发及销售业务仍以广州市为核心区域，并逐步向部分珠三角地市拓展，公司在建及拟建项目储备较多，将面临一定的资本支出压力。

### 公司持有物业区位条件较好，并享有天河城品牌优势，为公司带来了稳定的现金流入

公司物业经营业务主要包括以天河城为品牌的商业地产及其他物业经营，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广场、粤海天河城大厦、香港粤海投资大厦、天津天河城购物中心、番禺天河城购物中心、广州交易广场和广州粤海集团大厦，物业形态包括商场和写字楼。

广东天河城广场位于广州天河商圈中心，由天河城购物中心、粤海天河城大厦和粤海喜来登酒店三幢建筑物组合而成。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。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，项目位于天津在建的四号线与建成的三号线交汇处，交通便利，项目定位为大型现代化购物中心，于2017年6月开业。此外，公司还有少量工业厂房租赁收入。

2018~2020年及2021年1~3月，公司实现物业经营收入11.66亿元、12.65亿元、11.51亿元和3.83亿元。公司持有物业区位条件较好，并享有天河城良好的品牌效应，出租率较高，为公司带来了较为稳定的现金收入。

**表 17：近年来公司主要物业资产及运营情况（亿港元、%）**

项目名称	2018		2019		2020		2021.1-3	
	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	9.92	99.9	10.06	99.9	10.61	99.9	2.44	99.9
天津天河城购物中心	1.68	98.2	1.90	95.9	1.68	90.1	0.46	91.0
粤海天河城大厦	2.16	98.5	2.23	96.8	1.98	94.9	0.56	93.3
香港粤海投资大厦	0.57	99.5	0.58	98.6	0.55	95.5	0.13	87.9
番禺天河城购物中心	-	-	-	-	0.09	84.0	0.77	85.6
<b>合计</b>	<b>14.33</b>	<b>-</b>	<b>14.77</b>	<b>-</b>	<b>14.91</b>	<b>-</b>	<b>4.36</b>	<b>-</b>

注：1、广东天河城购物中心总建筑面积约16.00万平方米，其中10.60万平方米作为出租用途；2、番禺天河城购物中心为2020年新增物业，于2020年12月25日开业；3、收入已扣除营业税金，但包含部分物业管理费收入，与“物业经营收入”统计口径有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 物业管理业务以公司自持物业为主，近年来随着在管物业规模的增长，物业管理收入呈整体增长趋势

公司物业管理业务由子公司粤海物业及其下属企业负责。粤海物业由广州市番禺粤海房地产有限公司与广东粤港投资开发有限公司于1996年8月28日出资组建，经过历次出资和股权变更，截至2021年3月末，粤海物业为公司全资二级子公司。

截至2021年3月末，公司在管物业共有16宗，其中9宗为商业物业（含少量公寓），7宗为住宅物

业，在管物业总面积为269.73万平方米，其中近一年物业管理费收入超过100万元的物业有11宗，除南海天河城项目外均为公司自有物业。

2018~2020年及2021年1~3月，公司实现物业管理收入1.56亿元、2.24亿元、1.93亿元和0.74亿元。其中，2020年受疫情影响，案场服务合约减少导致公司物业管理收入有所下滑，但随着公司新建成及新接收物业的加入，物业管理费收入整体仍呈增长趋势。

**表 18：近年来公司主要在管物业情况（万平方米、万元）**

物业名称	类型	总面积	收费标准	物业管理费收入/万元			
				2018	2019	2020	2021.1~3
广州天河城项目	商业	26.8	1.综合管理费：商铺65元/m <sup>2</sup> ，天河城百货/地铁租户60元/m <sup>2</sup> ；	15,126.68	15,047.86	14,157.23	3,493.15
			2.仓库管理费：有空调46元/m <sup>2</sup> ，无空调36元/m <sup>2</sup> ，天河城百货及国美有空调41元/m <sup>2</sup> ，无空调34元/m <sup>2</sup> ；				
			3.写字楼管理费32元/m <sup>2</sup> 。				
			4.车场管理费80万元/季度				
南海天河城项目	商业	6.67	综合服务费：60元/m <sup>2</sup> ，天河城百货34元/m <sup>2</sup> ，超市10元/m <sup>2</sup> ，主力店铺30元/m <sup>2</sup>	3.88	673.79	780.58	219.27
广州交易广场项目	商业	1.12	15万/月	312.86	326.24	189.05	47.26
动漫星城项目	商业	3.26	60元/m <sup>2</sup> /月，保底1500万元/年				439.66
北京路天河城项目	商业	10.90	242.475万元/月				689.22

项目名称	业态	面积/数量	租金/物业费	2018	2019	2020	2021Q1
深圳粤海城西北地块（悦生活）	公寓商业	16.70	公寓：7.5 元/平方 商业：28 元/平方			316.31	57.79
粤海广场（公寓、写字楼）	商业	38.5	公寓 4.8 元/月/m <sup>2</sup> 写字楼 22.5 元/月/m <sup>2</sup>			709.33	314.62
珠光得邻	商业	1.84	商铺(非主力/空置)35 元/月/m <sup>2</sup> 商铺(主力商铺)28 元/月/m <sup>2</sup>	51.01	699.45	691.27	174.78
番禺丽江花园渔人码头	商业	2.17	商铺分三档： 有中央空调 27 元/月/m <sup>2</sup> 无中央空调 21 元/月/m <sup>2</sup> 电影院 14 元/月/m <sup>2</sup>	349.6	350.82	350.1	68.58
番禺丽江花园	住宅	99.83	住宅 2.8 元/月/m <sup>2</sup> （平均） 商铺 5 元/月/m <sup>2</sup> 车位 40 元/月/个 酬金制：以物业管理费用支出的 6%作为物业公司管理酬金收入	260.47	257.45	258.41	61.34
珠光拾桂府	住宅	7.49	住宅(非回迁)4.5 元/月/m <sup>2</sup> 住宅(回迁户)2.8 元/月/m <sup>2</sup> 商铺 2.5 元/月/m <sup>2</sup> 酬金制：以物业服务收入的 10%作为物业公司管理酬金收入	17.05	307.8	362.58	171.16
<b>合计</b>	-	-	-	<b>16,121.55</b>	<b>17,663.41</b>	<b>17,814.86</b>	<b>5,736.83</b>

注：上表仅列示公司在管物业中近一年物业管理费收入超过 100 万元的项目，且未抵减部分公司内部交易收入，故各期收入合计数与主营业务收入统计数有出入。

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六间百货店，主要位于广州及周边城市，2019 及 2021 年公司两次调整该收入确认方式，叠加 2020 年疫情冲击，百货零售收入呈现较大幅度的波动

公司百货零售业务由粤海投资下属企业广东粤海天河城商业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 2021 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、南海百货和万博百货店共六间百货店，主要位于广州及周边城市，总租用面积约为 12.61 万平方米。

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。

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司百货零售业共实现营业收入 6.05 亿元、28.76 亿元、22.96 亿元和 1.72 亿元。其中，2019 年起公司百货销售收入由净额法调整为按总额法确认导致当年收入规模大幅上升；2020 年疫情冲击下，百货零售业显著回落；2021 年 1~3 月，百货销售收入改回以净额法确认收入，公司未追溯调整 2019 及 2020 年该业务的收入及成本。

表 19：近年来公司百货零售业务情况（亿元）

百货公司	2018	2019	2020	2021Q1
天河城百货店	4.74	4.37	3.32	1.38
万博百货店	0.90	0.83	0.61	0.20
名盛百货店	0.46	0.41	0.21	0.07
东圃百货店	0.53	0.58	0.70	0.25
奥体百货店	0.42	0.41	0.34	0.15
南海百货店	0.03	0.01	0.01	0.00
东莞百货店*	0.03	0.04	0.01	-
粤海仰忠汇百货店*	0.02	-	-	-

天津天河城百货店*	0.03	-	-	-
<b>合计</b>	<b>7.16</b>	<b>6.65</b>	<b>5.20</b>	<b>2.06</b>

注：加星标百货店已停业或不再由公司直接经营，其中：天津天河城百货店于 2017 年 6 月开业，2019 年转租赁经营；粤海仰忠汇百货店于 2018 年 10 月停业；东莞百货店于 2020 年 4 月停业。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 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 年酒店收入大幅下降

截至 2021 年 3 月末，粤海投资旗下的酒店管理团队合共管理 34 间酒店，其中 30 间位于中国大陆，3 间位于香港、1 间位于澳门。粤海投资拥有 5 间星级酒店（香港 2 间，深圳、广州、珠海各 1 间）。公司其他下属企业另拥有 3 间酒店，其中 2 间为星级酒店，分别位于上海及郑州；另外 1 间为经济型酒店，位于深圳。公司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。2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，粤海喜来登酒店的平均房价为 1,284.36 港元/间/日、641 港元/间/日、876 港元/间/日和 874 港元/间/日，同期平均入住率为 93.2%、93.8%、66.1%和 77.7%，受新冠疫情影响，2020 年以来入住率同比大幅下降。

2018~2020 年及 2021 年 3 月末，酒店业收入分别为 7.17 亿元、6.71 亿元、3.55 亿元和 0.96 亿元。近三年公司酒店业收入呈下降趋势，其中 2020 年新冠疫情对公司酒店收入的冲击较为显著，

### 产业园及制造业

#### 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，麦芽业务竞争力很强

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，2018~2020 年，原材

料进口比例分别为 89.55%、94.79%和 93.06%。其中，进口原材料供应商主要来自于加拿大、法国、阿根廷等国，内购原材料供应商包括江苏等地的供应商。2020 年 5 月 19 日中国对澳大利亚大麦征收反倾销税和反补贴税后，公司主要以阿根廷及法国的大麦来代替澳大利亚大麦。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，2020 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 73.36%，集中度很高。

表 20：2020 年公司麦芽业务前五大供应商情况

序号	采购金额（亿元）	占麦芽业务采购总额比例
第一名	4.30	19.75%
第二名	3.68	16.89%
第三名	3.09	14.19%
第四名	2.58	11.84%
第五名	2.33	10.70%
<b>合计</b>	<b>15.97</b>	<b>73.36%</b>

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，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 2020 年末，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 91 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 21：近年来永顺泰麦芽业务经营情况  
(亿元、万吨、%)

项目名称	2018	2019	2020
收入	25.18	29.91	29.70
产能	91.00	91.00	91.00
产量	90.33	91.36	91.90
产能利用率	99.26	100.40	100.99
销量	87.23	90.71	91.27
产销率	96.57	99.28	99.31

注：总产能包括了粤海永顺泰集团股份有限公司（85 万吨）和粤健集团有限公司下属的永顺泰（宝应）麦芽有限公司（6 万吨）的产能，目前永顺泰（宝应）麦芽有限公司的 6 万吨产能委托粤海永顺泰集团股份有限公司经营管理。

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，国外市场则包括直销和经销两种模式，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。

2018~2020年，永顺泰麦芽销售量分别为87.23万吨、90.71万吨和91.27万吨，获得销售收入分别为25.18亿元、29.91亿元和29.70亿元。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。公司麦芽业务客户集中度较高，2020年前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为69.45%。

**表 22：2020 年公司麦芽业务前五大客户情况**

序号	销售金额（亿元）	占麦芽业务销售总额比例
第一名	7.64	25.74%
第二名	6.88	23.18%
第三名	3.49	11.75%
第四名	1.51	5.10%
第五名	1.09	3.68%
<b>合计</b>	<b>20.63</b>	<b>69.45%</b>

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呈波动趋势

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粤海中粤浦项（秦皇岛）马口铁工业有限公司（以下“粤海中粤浦项”）（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年及2019年，公司马口铁基板以数量计

算，自产和外购的比例均为37.00%及63.00%；2020年，自产和外购的比例分别约为44.00%及56.00%；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。2020年及2021年1~3月，公司向马口铁原材料前五大供应商支付的采购金额分别为15.18亿港元和4.86亿港元，占马口铁业务采购总额的78.50%和77.38%。

**表 23：2020 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	8.80	45.50
第二名	3.26	16.90
第三名	1.84	9.50
第四名	0.90	4.70
第五名	0.37	1.90
<b>合计</b>	<b>15.18</b>	<b>78.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 24：2021 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	2.67	42.55
第二名	0.78	12.42
第三名	0.64	10.14
第四名	0.40	6.32
第五名	0.37	5.95
<b>合计</b>	<b>4.86</b>	<b>77.38</b>

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2021年3月末，公司拥有年产能共49万吨马口铁和14万吨基板。

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。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，但行业产能过剩没有根本性改变，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，2019年公司马口铁产销量及收入继续下降，

而 2020 年公司马口铁产销量及收入均实现小幅回升。

**表 25：近年来广南集团马口铁业务经营情况**  
(亿港元、万吨、%)

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~3
收入	24.18	20.22	21.16	5.90
产能	49.00	49.00	49.00	49.00
产量	32.04	27.89	30.77	7.73
产能利用率	65.39	56.92	62.80	63.10
销售量	32.25	27.16	31.13	7.12
产销率	100.66	97.38	101.17	92.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

客户集中度方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司马口铁业务对前五大客户的销售金额分别为 5.42 亿港元和 1.82 亿港元，占当期马口铁业务销售总额的 25.61%和 30.87%。

**表 26：2020 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	2.57	12.15
第二名	0.85	4.02
第三名	0.80	3.79
第四名	0.62	2.91
第五名	0.58	2.74
合计	5.42	25.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 27：2021 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	0.93	15.75
第二名	0.29	4.97
第三名	0.24	4.09
第四名	0.18	3.05
第五名	0.18	3.01
合计	1.82	30.87

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，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，毛皮进口比例分别

为 47.99%、24.30%、98.54%和 100%，供应商包括美国泰森食品公司、美亚国际公司、美国嘉吉公司、厦门沃姆贸易有限公司、上海达明贸易有限公司等，主要通过信用证的方式进行结算。集中度方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司向制革业务五大供应商采购金额分别为 0.55 亿元和 0.14 亿元，占当年采购总额的 47.10%和 40.88%。

**表 28：2020 年公司制革业务前五大供应商情况**

序号	采购金额 (万元)	占制革业务采购总额比例
第一名	2,206.54	18.74%
第二名	1,298.64	11.03%
第三名	1,052.83	8.94%
第四名	526.17	4.47%
第五名	461.59	3.92%
合计	5,545.77	47.10%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 29：2021 年 1~3 月公司制革业务前五大供应商情况**

序号	采购金额 (万元)	占制革业务采购总额比例
第一名	534.48	15.45%
第二名	349.03	10.09%
第三名	201.29	5.82%
第四名	197.34	5.70%
第五名	132.35	3.82%
合计	1,414.49	40.88%

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 2021 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，近年来有所波动。

**表 30：近年来粤海制革经营情况**  
(亿港元、万平方英尺、%)

项目名称	2018	2019	2020	2021.1~3
收入	2.38	1.78	1.91	0.52
牛面革产量	1,305	985	1,306	306
牛面革销售量	1,416	1,144	1,495	521
牛面革产销率	108.51	116.14	114.47	170.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。近年来公司牛面革销量持续大于产量主要系公司清理库存导致；同期，公司制革业务收入分别为 2.38 亿港元、1.78 亿港元、1.91 亿港元和 0.52 亿港元。

客户集中度方面，2020 年及 2021 年 1~3 月，公司对制革业务前五大客户的销售金额分别为 1.08 亿元和 0.35 亿元，占当期制革业务销售总额的 63.67%和 79.71%。

**表 31：2020 年公司制革业务前五大客户情况**

序号	销售金额（万元）	占制革业务销售总额比例
第一名	4,324.36	25.42%
第二名	2,508.87	14.75%
第三名	1,862.71	10.95%
第四名	1,105.75	6.50%
第五名	1,029.20	6.05%
<b>合计</b>	<b>10,830.89</b>	<b>63.67%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 32：2021 年 1~3 月公司制革业务前五大客户情况**

序号	销售金额（万元）	占制革业务销售总额比例
第一名	1,094.16	24.97%
第二名	1,001.13	22.85%
第三名	809.30	18.47%
第四名	364.16	8.31%
第五名	223.80	5.11%
<b>合计</b>	<b>3,492.55</b>	<b>79.71%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。但中诚信国际也关注到，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，同时相关业务部分原材料进口及产品出口外销受汇率波动影响较大。

### **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，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 2021 年 3 月末，公司已竣工园区项目为粤鲲智能制造项目一期、粤海工业智造项目一期、二期和三期项目，已完成投资 10.39 亿元。公司在建园区项目包括粤



海普洛斯电商物流园项目、银瓶创新区基础设施 PPP 项目、电子电气互连产业园一期、基础元器件创新产业中心项目和粤福电子加速技术应用项目，计划总投资 65.75 亿元，已完成投资 24.99 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司暂无拟建项目计划。

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，同时在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 2021 年 3 月末，该项目中爱民大道和粤海大道 2 条道路已完工并移交政府，3 条道路（29 号路、谢岗大道和大黎路）正在建设中。

**表 33：截至 2021 年 3 月末公司竣工及在建园区项目情况（亿元）**

项目名称	建设周期	总投资额	已投资额
<b>竣工项目</b>			
粤鲲智能智造项目一期	2017.04~2019.07	2.25	1.70
粤海工业智造产业中心项目一期	2017.07~2019.05	3.85	3.04
粤海工业智造产业中心项目二期	2019.07~2020.12	2.49	2.24
粤海工业智造产业中心项目三期	2019.07~2020.12	3.83	3.41
<b>小计</b>		<b>12.42</b>	<b>10.39</b>
<b>在建项目</b>			
粤海普洛斯电商物流园项目	2017.10~2021.08	4.25	3.69
银瓶创新区基础设施 PPP	2017.11~2023.12	47.54	15.43

项目			
电子电气互连产业园一期	2019.07~2021.04	4.76	3.38
基础元器件创新产业中心项目	2020.07~2022.01	4.73	1.95
粤福电子加速技术应用项目	2021.02~2022.08	4.47	0.54
<b>小计</b>		<b>65.75</b>	<b>24.99</b>
<b>合计</b>		<b>78.17</b>	<b>35.38</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司产业金融尚处于起步阶段，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，具有一定处理不良资产的经验 and 能力。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司资产管理业务收入分别为 2,250.55 万元、3,131.58 万元、2,733.44 万元和 1,406.78 万元，净利润分别为 25,122.92 万元、19,282.08 万元、5,638.65 万元和 62,443.09 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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，粤海融资租赁营业收入分别为 2,129.90 万元、939.54 万元、1,509.76 万元和 1,112.86 万元，净利润分别为 1,754.78 万元、1,343.03 万元、1,151.40 万元和 508.18 万元；2019 年粤海融资租赁净利润高于营业收入主要系闲置资金的存款利息收入，2019 年存款利息收入为 733 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 2021 年 3 月末，公司主要股权投资余额 22.85 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 34：截至 2021 年 3 月末公司主要股权投资情况（万元）

企业名称	投资成本	投资余额	减值准备期末余额
粤普仓储物流投资控股有限公司	8,770.57	11,574.63	0.00
广东粤电靖海发电有限公司	87,505.29	104,785.75	0.00
肇庆市肇水水务发展有限公司	33,069.00	36,509.39	0.00
江河港武水务（常州）有限公司	7,110.00	21,522.62	0.00
广东永旺天河城商业有限公司	8,004.15	15,252.24	0.00
黄龙食品工业有限公司	24,966.19	11,488.58	2,000.00
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	8,333.98	0.00
广东省紫金县宝金畜牧有限公司	1,029.78	6,340.25	0.00
深圳市科荣软件股份有限公司	1,300.00	2,504.96	0.00
三畅有限公司	2.16	1,627.58	0.00
广州亚侨酒店有限公司	600.00	600.00	0.00
GuangdongPowerInvestmentLimited	4,267.02	6,703.63	6,703.63
广东水电二局股份有限公司	1,068.10	1,287.05	0.00
<b>合计</b>	<b>181,519.14</b>	<b>228,530.66</b>	<b>8,703.63</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，公司业务以水务及水环境治理产业、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资为主，产业金融为支撑，业务多元化发展。其中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，收入及现金流较为稳定；城市综合体产业中物业投资、百货零售等可产生稳定的现金流入；制造业中麦芽业务方面处于行业领先地位，公司多个业务竞争优势明显。

## 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 2018 年度、2019 年度和 2020 年度审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 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。

### 盈利能力

**近年来公司合并口径营业收入稳定增长；各板块业务模式和营收结构较为稳定；水务及水环境治理业务受 BOT 项目会计核算方式变化影响毛利率有所**

**波动，2019 年及 2021 年一季度百货销售收入确认方式变化使得城市综合体板块当期毛利率有所波动；2020 年百货及酒店业受疫情影响较大，同期上缴较多国有资源使用费导致管理费用攀升，公司经营业务盈利能力略有下滑**

公司近年来业务持续发展，营业收入稳定增长。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司主营业务收入分别为 172.67 亿元、230.79 亿元、310.78 亿元和 77.26 亿元，主要来源于水务及水环境治理、麦芽制造及销售和物业销售业务。分业务板块来看，水电公路板块是公司收入的最主要来源，受益于公司城市供水和污水处理业务的扩展，以及水电设计院的划入，公司水务及水环境治理业务剔除 BOT 项目建设收入确认因素外的营业收入增长仍较快，带动公司该板块收入持续增长。公司制造业中马口铁业务收入受上游价格因素影响呈现波动，制革业务受经济下行、行业竞争加剧及环保政策的影响持续下滑，但公司麦芽业务竞争力强，营收保持整体增长趋势。城市综合体板块收入规模及占比持续上升，主要受益于住房及商业地产销售收入的快速增长。

毛利率方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司主营业务毛利率分别为46.71%、46.14%、39.82%和44.97%，整体较为稳定，2020年受水务业务BOT项目建设收入确认模式变化有所波动。分业务板块来看，水务及水环境治理业务模式较为稳定，但2020年新增BOT项目建设收入的毛利率较原水供应、城市供水和污水处理等业务低，导致2020年水务及水环境业务毛利率下滑。受2018年煤价处于高位、2019年价格有所回落影响，公司2019年电力供应板块毛利率由负转正，2020年继续上升至20.23%。制造业方面，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；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，2019年因单位成本跌幅大于单

位售价的跌幅，制革毛利扭亏为盈，2020年受市场行情变动影响，制革转为亏损。城市综合体板块方面，公司所持物业区位条件较好，近年来物业经营业务毛利率均超过90%；物业管理业务中案场服务毛利水平较高，受各期案场服务合约数量影响，该业务毛利率存在一定的波动；受益于市场环境，公司住宅及商业地产销售单价处于较高水平，近年来业务毛利率均保持较高水平；受2019年及2021年两次变更收入确认方式的影响，百货零售业务毛利率波动较大，实际盈利水平相对稳定，受疫情影响2020年业务毛利率较2019年有所下滑；此外，疫情对公司酒店业影响较大，由于全球实行旅行禁令及整体住宿需求显著下降，公司2020年酒店业务毛利率由2019年的56.05%下滑至31.19%。

**表 35：近年来公司主营业务收入构成及毛利率情况（亿元、%）**

业务板块	2018		2019		2020		2021.1~3	
	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	72.10	63.23	85.54	63.94	140.33	42.18	32.50	52.61
电力供应	10.84	-3.82	10.43	4.51	10.01	20.23	3.38	11.99
公路	6.35	67.90	6.63	68.96	9.39	22.79	7.51	6.92
<b>水电路</b>	<b>89.29</b>	<b>55.42</b>	<b>102.60</b>	<b>58.23</b>	<b>159.72</b>	<b>39.66</b>	<b>43.39</b>	<b>41.54</b>
麦芽制造及销售	25.18	19.18	29.91	16.93	29.70	14.15	6.40	15.61
马口铁制造及销售	20.41	6.24	17.78	9.73	18.80	8.19	4.95	7.03
皮革制造及销售	2.01	-13.78	1.57	1.87	1.70	-8.88	0.44	5.33
<b>制造业务</b>	<b>47.61</b>	<b>12.24</b>	<b>49.25</b>	<b>13.85</b>	<b>50.20</b>	<b>11.14</b>	<b>11.79</b>	<b>11.62</b>
物业经营	11.66	91.42	12.65	92.67	11.51	93.52	3.83	91.67
物业销售	3.62	66.92	21.99	70.39	53.11	66.36	13.50	70.00
物业管理	1.56	18.43	2.24	31.11	1.93	19.61	0.74	20.95
百货零售	6.05	91.77	28.76	18.45	22.96	17.11	1.72	83.39
酒店业	7.17	57.52	6.71	56.05	3.55	31.19	0.96	35.80
<b>城市综合体</b>	<b>30.06</b>	<b>76.66</b>	<b>72.35</b>	<b>51.09</b>	<b>93.05</b>	<b>55.26</b>	<b>20.76</b>	<b>71.78</b>
其他	5.72	40.21	6.58	44.82	7.80	43.43	1.32	34.22
<b>合计</b>	<b>172.67</b>	<b>46.71</b>	<b>230.79</b>	<b>46.14</b>	<b>310.78</b>	<b>39.82</b>	<b>77.26</b>	<b>44.97</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司期间费用支出金额分别为32.55亿元、41.14亿元、70.54亿元和12.48亿元，呈逐渐增长趋势。由于公司经营规模较大，参、控股企业较多，近年来公司管理费用规模维持在较高水平，占期间费用的比重均在75%以上。其中，2020年期间费用增长24.40亿元，主要系2020年上缴国有使用资源费34

亿元，同比增加22亿元。2018~2020年及2021年1~3月，公司期间费用率分别为23.40%、19.69%、22.39%和15.85%，对公司利润形成一定的侵蚀。

利润总额方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司利润总额分别为42.51亿元、64.52亿元、68.69和28.31亿元，主要来源于经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益。2019年公司营业收

入大幅增长叠加公允价值变动收益及投资收益回升，利润总额有较大幅度增加；2020年公司利润总额大幅增长，主要源于投资理财的收益增加带来公允价值变动收益大幅上升。

**表 36：近年来公司盈利能力指标（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	6.16	7.44	8.02	2.57
管理费用	31.89	35.10	59.90	7.04
财务费用	2.62	2.84	0.63	2.57
研发费用	0.46	0.75	1.98	0.30
期间费用合计	41.14	46.13	70.54	12.48
期间费用率（%）	23.40	19.69	22.39	15.85
利润总额	42.51	64.52	68.69	28.31
经营性业务利润	38.36	55.99	42.29	19.18
公允价值变动收益	2.36	5.24	21.77	0.35
投资收益	1.42	2.29	3.73	8.55

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从母公司口径来看，母公司无营业收入，公司营业收入全部来源于子公司。但母公司承担了较多的融资任务和管理职能，因此财务费用和管理费用系母公司期间费用的主要构成部分。2018~2020年及2021年1~3月，母公司管理费用分别为12.93亿元、13.02亿元、35.15亿元和0.38亿元，随公司经营规模的扩大，母公司管理费用增长较快，其中2020年公司上缴国有资源使用费34亿元，同比增加22亿元均由母公司承担。财务费用方面，2018~2020年，母公司财务费用分别为1.54亿元、1.84亿元和0.88亿元，其中利息费用分别为3.08亿元、3.47亿元和4.69亿元，利息收入分别为1.68亿元、1.70亿元和3.72亿元，随着母公司债务规模的增加母公司利息费用逐年增加，但母公司的利息收入亦逐年增加，因此母公司财务费用占期间费用的比例仍相对较小。母公司利润主要来源于投资收益，2020年及2021年1~3月，母公司利润总额分别为3.71亿元和-1.10亿元，投资收益分别为39.77亿元和0.00亿元。

## 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，公司有息债务规模增长较快，但母公司财务杠杆偏高**

近年来，受益于业务的稳定发展，公司资产规模稳步增长。2018~2020年及2021年1~3月，公司总资产分别为1,027.31亿元、1,167.17亿元、1,508.65亿元和1,700.03亿元，总负债分别为421.57亿元、500.78亿元、761.36亿元和909.57亿元。

随着公司利润的不断累积和股东的资产、资金支持，公司资本实力不断增强，2018~2020年及2021年1~3月，公司所有者权益合计（含少数股东权益）分别为605.74亿元、666.39亿元、747.30亿元和790.46亿元。截至2021年3月末，公司实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占公司所有者权益合计的比重分别为7.59%、12.51%、32.86%和47.22%；2020年末，公司实收资本大幅上升至60.00亿元，资本公积较上年末大幅减少，主要系公司资本公积转增资本50.00亿元。

财务杠杆方面，受业务扩展、举债规模扩大影响，公司财务杠杆持续上升。截至2021年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别由2019年末的42.91%和30.90%上升至53.50%和42.45%，杠杆水平上升较快，但仍在较为可控的范围内。

资产构成方面，公司资产以非流动资产为主。截至2021年3月末，公司非流动资产占总资产的比重为60.85%。公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产构成。具体来看，投资性房地产主要系购物中心房产及出租物业等，随着公司城市综合体板块的发展和部分地块的评估增值，公司投资性房地产逐年扩大。无形资产主要系对香港、深圳及东莞的供水经营特许权和土地使用权，整体呈现小幅增长，其中2020年末较上年末增长27.44亿元，主要系新增汕头新津河等地块土地使用权，2021年3月末较2020年末小幅下降4.22亿元，主要系出售汕头新津河项目。固定资产主要系房屋建筑物及机器设备，2020年末公司固定资产余额较上年末增长31.65亿元，主要系公司将广东省三个水利枢纽纳入合并范围。公司长期应收款均为公司水务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

务向特许经营服务权授予人确认长期应收款，公司长期应收款随着水务业务在省内的扩张呈逐年快速增长，2021年3月末已达到167.86亿元。2021年3月末，公司在建工程余额为119.49亿元，主要包括珠三角水资源配置工程、汕头市练江流域潮南区污水处理厂及管网工程、兴化长江引水工程和热电联产扩建工程，近年来，随着公司对上述工程的持续投入，在建工程余额逐年上升。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金和存货构成。具体科目来看，货币资金主要系银行存款，近年来呈现逐年较大幅度的增长，截至2021年3月末公司货币资金为355.07亿元，其中受限货币资金为9.54亿元，主要系信用证保证金、履约保证金等。公司存货主要系已完工及在建的房地产开发产品和尚未开发的土地储备，近年来随公司业务规模的扩大逐年上升，2020年末公司存货较上年末增长31.08亿元，主要系取得江门甘化、珠海金湾等地块所致，2021年3月末公司存货较2020年末继续大幅增长55.03亿元，主要系新购入中山马鞍岛地块和佛山湾华地块所致。

**表 37：近年来公司主要资产及权益情况（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	223.69	260.27	269.81	355.07
存货	80.12	95.64	126.72	181.75
长期应收款	40.10	106.99	165.69	167.86
投资性房地产	241.98	276.91	343.93	347.21
固定资产	89.03	87.54	119.19	145.16
在建工程	40.50	63.38	104.68	119.49
无形资产	136.99	146.57	174.01	169.79
<b>总资产</b>	<b>1,027.31</b>	<b>1,167.17</b>	<b>1,508.65</b>	<b>1,700.03</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>605.74</b>	<b>666.39</b>	<b>747.30</b>	<b>790.46</b>
少数股东权益	252.45	288.17	342.72	373.24
实收资本	10.00	10.00	60.00	60.00
资本公积	115.97	124.54	98.86	98.90
未分配利润	229.95	241.44	247.67	259.75

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总的来看，公司资产主要包括购物中心房产及出租物业，对港、深、莞供水经营特许权，住房和商业地产开发成本及相关土地储备，以及公司水务BOT及PPP项目确认的长期应收款资产，上述资产均可为公司带来稳定增长的营业收入和较好的

经营性收益，资产收益性较好。公司持有较多未受限货币资金，且较多资产已纳入公司持有的四家港股上市公司中，资产流动性较好。

负债构成方面，公司负债以非流动负债为主，截至2021年3月末，公司非流动负债占负债总额的比重为59.79%。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，2018~2020年末及2021年3月末，公司长期借款分别为132.96亿元、113.18亿元、135.93亿元和228.39亿元，其中2021年3月末公司长期借款较上年末大幅增长92.46亿元，主要系新增项目建设贷款42.35亿元，流动资金贷款41.19亿元和存量债务置换贷款9.94亿元。近年来公司加大了直接融资力度，应付债券余额持续上升，均为公司发行的公司债、企业债和中期票据，截至2021年3月末，公司应付债券余额为118.00亿元。同期末，公司长期应付款余额为47.63亿元，主要系2019年发行的资产支持票据和公司水务板块应付广东省财政厅三个水利枢纽的收购对价。递延所得税负债主要系投资性房地产公允价值变动所致，2018~2020年末及2021年3月末分别为35.92亿元、42.80亿元、50.80亿元和53.00亿元。其他非流动负债主要系2018年以来发行的广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券，随着专项债券的发行和资金拨付到位逐年上升，同期末分别为15.25亿元、40.51亿元、67.86亿元和68.26亿元。

流动负债方面，截至2021年3月末，公司流动负债占负债总额的40.21%。公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付账款和短期借款构成。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，整体随公司工程进度及结算时点呈现小幅波动。近年来，公司一年内到期的非流动负债波动较大，2020年末，公司一年内到期非流动负债较上年末大幅增加74.27亿元，主要系一年内到期的长期借款增加，2021年3月末，随着部分借款到期偿还，公司一年

内到期的非流动负债较 2020 年末减小 20.86 亿元。2021 年 3 月末公司其他流动负债大幅上升至 51.60 亿元，主要为公司发行的超短期融资券。公司应付账款主要系应付的工程款，账龄以一年以内为主，随公司工程结算进度呈现一定波动。短期借款主要系信用借款，整体呈上升趋势，截至 2021 年 3 月末已上升至 35.23 亿元，在公司流动负债中占比仍相对较小。

**表 38：近年来公司主要负债及债务情况（亿元、%）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	11.66	10.25	21.82	35.23
应付账款	14.68	20.65	52.63	52.45
合同负债	14.67	27.95	28.90	29.60
其他应付款	60.17	57.99	84.92	74.25
一年内到期的非流动负债	15.92	6.59	80.86	60.00
其他流动负债	0.09	0.29	67.86	68.26
长期借款	132.96	113.18	135.93	228.39
应付债券	88.00	108.00	108.00	118.00
长期应付款	1.06	23.14	42.88	47.63
递延所得税负债	35.92	42.80	50.80	53.00
其他非流动负债	15.25	40.51	67.86	68.26
<b>总负债</b>	<b>421.57</b>	<b>500.78</b>	<b>761.36</b>	<b>909.57</b>
资产负债率	41.04	42.91	50.47	53.50
总资本化比率	30.06	30.90	36.58	42.20
短期债务/总债务 (X)	0.11	0.06	0.25	0.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务余额方面，受公司水务及水环境治理业务、商品房销售业务和物业投资及发展业务资金需求扩大影响，近年来公司加大了举债规模，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司总债务金额分别为 169.68 亿元、260.31 亿元、435.06 亿元和 583.11 亿元。2021 年 5 月 12 日，公司发布《广东粤海控股集团有限公司当年累计新增借款超过上年末净资产百分之二十的公告》（以下简称“《新增借款公告》”）称，截至 2021 年 4 月 30 日，公司借款余额 604.55 亿元，当年累计新增借款 179.65 亿元，当年累计新增借款占 2020 年末审计净资产的比例为 24.04%，超过 20%；其中，截至 2021 年 4 月 30 日，银行贷款较 2020 年末增加 97.35 亿元，直接债务融资余额增加 69.57 亿元，项目政府专项债融资为主的其他借款余额增加 12.73 亿元。2021 年以来公司债务规模持续扩张。

债务结构方面，公司债务仍以长期债务为主，但 2020 年以来公司短期债务增长较快，2021 年 3 月末，公司总债务较 2019 年末增加 285.08 亿元，其中短期债务较 2019 年末增加 129.88 亿元，主要系一年内到期的非流动负债增加 53.41 亿元，以超短期融资券为主的其他非流动负债增加 51.31 亿元，以及短期借款增加 24.98 亿元。受此影响，公司短期债务/总债务由 2019 年末的 0.06 倍上升至 2021 年 3 月末的 0.25 倍。

从母公司口径来看，截至 2021 年 3 月末，母公司总资产为 448.59 亿元，主要资产为 217.62 亿元长期股权投资、77.86 亿元长期应收款和 121.42 亿元货币资金。近年来母公司所有者权益逐年增长，截至 2021 年 3 月末，母公司所有者权益合计为 131.86 亿元，主要包括 60.00 亿元实收资本和 72.31 亿元资本公积。

2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 65.29%、64.62%、62.04%和 70.61%，总资本化比率分别为 55.69%、55.85%、54.92%和 63.36%，杠杆水平持续上升。截至 2021 年 3 月末，母公司总负债为 316.73 亿元，其中短期借款 10.00 亿元，其他应付款 88.54 亿元，一年内到期非流动负债 30.00 亿元，其他流动负债 50.00 亿元，长期借款 20.00 亿元，应付债券 118.00 亿元。2021 年 3 月末，粤海控股母公司总债务为 228.00 亿元，占合并口径总债务的比重为 39.10%，母公司承担了集团体系内的直接债务融资工作，公司应付债券和超短期融资券均为母公司发行，因此财务杠杆水平大幅超出公司整体水平。

## 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，但随公司购地现金支出和债务规模的加大，保障能力呈现弱化；公司投资力度较大，投资活动现金流呈持续净流出，2020 年以来筹资节奏显著加快**

经营活动产生的现金流方面，2018~2020 年及

2021年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额分别为57.62亿元、72.05亿元、52.57亿元和-19.80亿元,2020年以来,由于公司物业开发及销售业务大量购买土地导致经营性现金流出大幅增加,公司经营活动净现金流回落。2018~2020年,公司经营活动净现金/总债务分别为0.22倍、0.24倍和0.12倍,随着2020年以来公司债务总额的快速增加和经营活动净现金流的回落,经营性现金流对债务的保障能力显著弱化。投资活动产生的现金流方面,除通过投资和收回理财产品进行现金管理外,公司近年来投资力度较大,投资活动现金流持续呈现大幅净流出,主要由经营活动和筹资活动补足。公司筹资活动净现金流呈现较大的波动,2020年以来公司筹资节奏显著加快,呈现较大的筹资活动现金流净流入,2020年及2021年1~3月,公司筹资活动产生现金净流量分别为78.83亿元和126.31亿元,其中取得借款收到的现金分别为314.40亿元和222.71亿元。

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,2018~2020年公司EBITDA分别为64.15亿元、91.74亿元和95.76亿元,同期收现比分别为1.32、1.29和0.97,公司获现能力有所弱化,但仍处较高水平,EBITDA对债务本息具有一定的保障能力。

母公司方面,2018~2020年及2021年1~3月,母公司筹资活动现金流入分别为97.00亿元、59.28亿元、204.30亿元和121.50亿元,占合并口径筹资活动现金流入的比重分别为38.70%、34.25%、58.19%和53.57%,2020年以来公司通过母公司发行债务融资工具直接融资的力度加大,母公司口径筹资活动现金流入的比重显著加大。2020年,母公司总债务/EBITDA为19.25,EBITDA利息保障倍数为1.80,EBITDA对利息支出有一定的保障。但母公司各期经营活动净现金流和各期末货币资金余额波动较大,相关偿债指标亦呈现波动。

**表 39: 近年来公司偿债能力分析 (亿元、X)**

指标	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	28.80	18.76	108.44	148.64

长期债务	231.51	279.26	326.62	434.47
<b>总债务</b>	<b>260.31</b>	<b>298.03</b>	<b>435.06</b>	<b>583.11</b>
货币资金/短期债务	7.77	13.87	2.49	2.39
EBITDA/短期债务	2.23	4.89	0.88	--
经营活动净现金流	57.62	72.05	52.57	-19.80
投资活动净现金流	-85.91	-76.64	-95.44	-21.71
筹资活动净现金流	85.89	13.42	78.83	126.31
经营活动净现金/总债务	0.22	0.24	0.12	-0.03
经营活动净现金流利息覆盖倍数	8.96	5.99	3.79	-4.54
EBITDA	64.15	91.74	95.76	--
收现比	1.29	1.13	0.97	0.89
总债务/EBITDA	4.06	3.25	4.54	--
EBITDA 利息保障倍数	9.98	7.63	6.90	--

资料来源:公司财务报告,中诚信国际整理

### 公司已进入偿债高峰期,货币资金及备用流动性充足,整体偿债能力极强

银行授信方面,截至2021年3月末,公司获得各银行授信额度约2,742.30亿元,其未使用额度约2,526.88亿元,备用流动性充足。

有息债务到期方面,2021年4月至12月即为公司偿债高峰期,公司货币资金较为充足,对公司短期债务覆盖能力较强。

**表 40: 截至 2021 年 3 月末债务到期分布情况 (亿元)**

年份	2021.4-12	2022	2023	2024	2025 及以后
金额	117.47	72.14	69.20	60.99	256.23

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2021年3月末,公司对外担保余额12.47亿元,对外担保金额较小,均系对公司物业买方提供的按揭担保。

受限资产方面,截至2021年3月末,公司受限资产合计133.81亿元,占总资产比重为7.87%,主要系受限货币资金9.45亿元、用于借款抵押的存货75.58亿元、投资性房地产3.23亿元以及银行借款质押的项目收益权和特许经营收益权45.01亿元。

**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,截至2021年5月10日,近三年公司本部已结清信贷中无欠息及不良和关注类贷款记录,未结清信贷中无不良信贷和欠息记

录，无其他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

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。公司为广东省人民政府全资持有的国有资产授权经营公司，根据 2015 年广东省政府批复的《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（另一家为恒健投资），定位为广东省国有资本投资公司，战略地位重要。

公司持续获得广东省人民政府在资金、资产和政策上的大力支持。注册资本及实收资本方面，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。2020 年 5 月，广东省国资委同意公司以资本公积 50 亿元转增注册资本，转增后公司注册资本和实收资本均为 60 亿元。此外，公司在水务业务经营等方面得到政府的重点支持，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，持续获得广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券资金支持，于 2020 年 6 月获得水电设计院股权，具有较强的区域及业务垄断性。

中诚信国际认为，鉴于广东省较强的经济实力，公司在广东省显著的战略地位，以及公司历史上获得的支持情况，预计公司将持续获得股东及实际控制人广东省人民政府的大力支持。

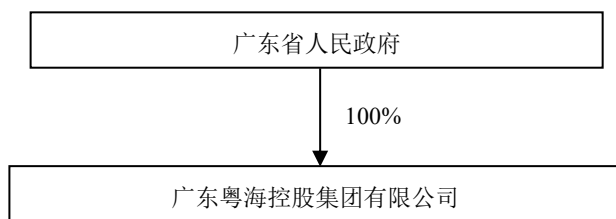
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持广东粤海控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 粤海 MTN002”、“17 粤海专项债 01/17 粤

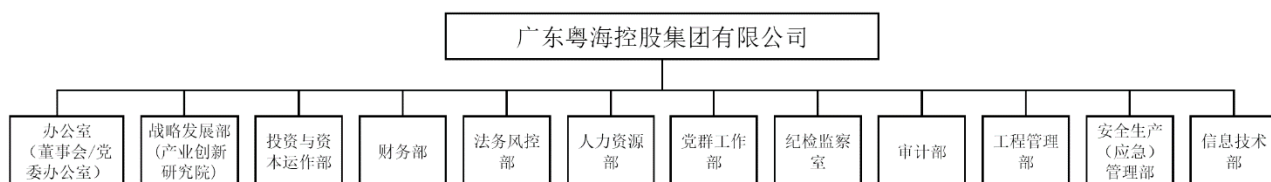
海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”、“19 粤海 MTN001”、“20 粤海 MTN001”和“20 粤海 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。



## 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 2021 年 3 月末）



公司全称	简称	持股比例 (%)
深圳市东深投资控股有限公司	东深控股	100.00
广东粤港投资开发有限公司	粤港投资	100.00
广东粤海资产经营有限公司	粤海资产	100.00
广东粤海集团企业服务有限公司	粤海企服	100.00
粤海控股集团有限公司	香港粤海	100.00
广东粤海华金科技股份有限公司	华金科技	63.45
广州粤海仰忠汇置业有限公司	仰忠汇置业	100.00
广东粤海城市投资有限公司	粤海城投	100.00
广东赢硕投资发展有限公司	赢硕投资	100.00
粤海集团财务有限公司	财务公司	100.00
徐州粤海水务有限责任公司	徐州粤海水务	49.00
粤海永顺泰集团股份有限公司	永顺泰	68.69
盐城粤海水务有限公司	盐城粤海水务	49.00
广东粤海水务股份有限公司	粤海水务股份	100.00
粤海物业管理有限公司	粤海物业	100.00
广东省水利电力勘测设计研究院有限公司	水电设计院	100.00



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,236,884.86	2,602,662.46	2,698,083.36	3,550,702.43
应收账款净额	160,254.82	182,450.74	307,650.27	378,955.91
其他应收款	49,808.46	59,123.93	369,710.11	257,703.47
存货净额	801,223.76	968,589.69	1,283,412.76	1,843,536.16
长期投资	261,368.29	409,432.14	518,503.72	549,932.72
固定资产	890,306.31	875,365.07	1,191,884.64	1,451,611.55
在建工程	404,972.01	633,842.77	1,046,830.50	1,194,883.34
无形资产	1,369,941.93	1,465,735.35	1,740,113.17	1,697,913.81
总资产	10,273,105.34	11,671,670.87	15,086,549.58	17,000,300.98
其他应付款	601,689.01	579,857.96	849,248.00	742,453.72
短期债务	287,986.59	187,645.15	1,084,415.59	1,486,444.03
长期债务	2,315,145.09	2,792,625.49	3,266,221.42	4,344,658.74
总债务	2,603,131.68	2,980,270.64	4,350,637.00	5,831,102.77
净债务	366,246.81	377,608.18	1,652,553.65	2,280,400.34
总负债	4,215,698.60	5,007,759.43	7,613,571.24	9,095,683.69
费用化利息支出	55,152.04	79,631.02	92,531.89	28,694.33
资本化利息支出	9,150.46	40,608.24	46,299.84	14,946.14
实收资本	100,000.00	100,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	2,524,492.06	2,881,685.02	3,427,178.26	3,732,432.01
所有者权益合计	6,057,406.73	6,663,911.45	7,472,978.34	7,904,617.29
营业总收入	1,757,769.74	2,342,985.63	3,149,879.74	787,306.43
经营性业务利润	383,634.81	559,885.94	422,875.87	191,841.39
投资收益	14,200.38	22,853.31	37,349.16	85,523.89
净利润	265,959.50	450,413.78	434,471.30	210,612.84
EBIT	480,272.46	724,797.15	779,423.46	--
EBITDA	641,542.90	917,405.77	957,554.79	--
经营活动产生现金净流量	576,233.82	720,508.36	525,690.47	-198,042.95
投资活动产生现金净流量	-859,054.35	-766,412.54	-954,443.09	-217,096.29
筹资活动产生现金净流量	858,908.01	134,166.25	788,329.51	1,263,121.89
资本支出	543,551.49	1,262,150.42	1,420,685.71	308,704.88
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	46.68	45.99	39.66	44.98
期间费用率(%)	23.40	19.69	22.39	15.85
EBITDA 利润率(%)	36.50	39.16	30.40	39.60
总资产收益率(%)	5.07	6.61	5.83	7.77*
净资产收益率(%)	4.61	7.08	6.15	10.96*
流动比率(X)	3.08	2.78	1.58	1.82
速动比率(X)	2.50	2.14	1.19	1.32
存货周转率(X)	1.18	1.42	1.68	1.10*
应收账款周转率(X)	11.33	13.58	12.80	9.13*
资产负债率(%)	41.04	42.91	50.47	53.50
总资本化比率(%)	30.06	30.90	36.58	42.20
短期债务/总债务(X)	0.11	0.06	0.25	0.25
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.24	0.12	-0.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.00	3.84	0.48	-0.53*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.96	5.99	3.79	-4.54
经调整的经营净现金流/总债务(X)	13.56	13.86	5.71	-17.08*
总债务/EBITDA(X)	4.06	3.25	4.54	--
EBITDA/短期债务(X)	2.23	4.89	0.88	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.98	7.63	6.90	7.14
EBIT 利息保障倍数(X)	7.47	6.03	5.61	7.14

注：1、中诚信国际根据2018年~2020年审计报告及2021年一季度未经审计的财务报表整理；2、已将各期其他流动负债、租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至相关科目；3、公司未提供2021年1~3月合并口径的现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、带\*指标目已经年化处理。

### 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	197,941.85	7,759.58	272,453.32	1,214,228.71
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	56,017.55	47,605.59	175,554.70	100,671.40
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,747,197.96	1,899,029.96	2,204,766.45	2,214,766.45
固定资产	520.36	433.32	408.95	383.19
在建工程	--	--	--	--
无形资产	38.15	276.47	359.47	346.88
总资产	2,544,925.54	2,725,430.49	3,502,914.90	4,485,922.41
其他应付款	549,806.06	539,044.01	549,822.15	885,358.09
短期债务	230,000.00	140,000.00	340,000.00	900,000.00
长期债务	880,000.00	1,080,000.00	1,280,000.00	1,380,000.00
总债务	1,110,000.00	1,220,000.00	1,620,000.00	2,280,000.00
净债务	912,058.15	1,212,240.42	1,347,546.68	1,065,771.29
总负债	1,661,617.93	1,761,186.07	2,173,299.60	3,167,301.16
费用化利息支出	30,784.62	34,728.65	46,850.03	15,075.37
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	883,307.61	964,244.43	1,329,615.29	1,318,621.25
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-144,867.39	-148,707.36	-360,555.04	-11,044.35
投资收益	194,039.64	161,175.69	397,663.41	--
净利润	47,977.73	11,630.82	37,077.32	-10,994.04
EBIT	78,919.15	46,202.67	83,927.35	--
EBITDA	79,311.40	46,494.75	84,153.19	--
经营活动产生现金净流量	172,553.16	-102,949.95	144,197.81	335,669.16
投资活动产生现金净流量	-341,206.81	-96,151.85	140,170.69	-38,336.73
筹资活动产生现金净流量	254,649.59	8,919.53	-19,674.76	644,442.96
资本支出	411.02	223.83	971.09	1,654.28
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	3.41	1.75	2.70	0.41*
净资产收益率(%)	6.14	1.26	3.23	-3.32*
流动比率(X)	0.37	0.27	0.76	0.83
速动比率(X)	0.37	0.27	0.76	0.83
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	65.29	64.62	62.04	70.61
总资本化比率(%)	55.69	55.85	54.92	63.36
短期债务/总债务(X)	20.72	11.48	20.99	39.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.16	-0.08	0.09	0.59*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.75	-0.74	0.42	1.49*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.61	-2.96	3.08	22.27
经调整的经营净现金流/总债务(X)	11.52	-16.12	5.67	56.17*
总债务/EBITDA(X)	14.00	26.24	19.25	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.33	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.58	1.34	1.80	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.56	1.33	1.79	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、已将 2021 年 3 月末其他流动负债中付息项调整至短期债务科目；3、公司未提供 2021 年 1~3 个月个别口径的现金流量表补充资料，故相关指标失效；4、带\*指标目已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

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

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

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。