



# 广东粤海控股集团有限公司 主动评级

信用等级: AAA-<sub>pi</sub> 评级展望: 稳定  
个体级别: aa<sub>pi</sub> 外部支持: +2  
评级时间: 2022年10月14日

注: 本次评级适用评级方法和模型: 中国工商企业信用评级方法(通用类)(2020\_06)。

主要财务指标	2019	2020	2021	2022.H1
现金类资产(亿元)	262.76	280.04	374.52	423.48
资产总额(亿元)	1167.17	1508.65	2064.02	2292.87
所有者权益(亿元)	666.39	747.30	864.81	927.59
短期债务(亿元)	18.76	108.35	107.71	231.05
全部债务(亿元)	299.36	436.11	684.55	849.49
营业总收入(亿元)	234.30	314.99	393.97	223.86
利润总额(亿元)	64.52	68.69	89.03	58.19
EBITDA(亿元)	91.74	95.76	124.84	-
经营性净现金流(亿元)	72.05	52.57	19.36	-9.00
营业毛利率(%)	46.34	39.92	37.73	40.05
EBIT 利润率(%)	30.93	24.74	26.17	-
总资产报酬率(%)	6.61	5.83	5.77	-
资产负债率(%)	42.91	50.47	58.10	59.54
全部债务资本化比率(%)	31.00	36.85	44.18	47.80
流动比率(倍)	2.78	1.58	1.59	1.53
现金类资产/短期债务(倍)	14.00	2.59	3.01	1.83
全部债务/EBITDA(倍)	3.26	4.55	5.48	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	7.63	6.90	5.66	-

资料来源: 公开资料, 公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年上半年财务报表。

## 市场服务

电话: 010-88090123

**免责声明:** 1、本报告为主动评级报告, 报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息, 未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料, 中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责; 2、本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等; 3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下, 不得在任何披露文件中被援引或提及, 中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任; 4、未经中债资信书面同意的情况下, 不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露, 不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及, 不得为投资人或其他任何人士所依赖。

## 评级结论

广东粤海控股集团有限公司(以下简称“粤海控股”或“公司”)控股股东和实际控制人均为广东省人民政府, 截至 2022 年 6 月末, 广东省人民政府和广东省财政厅分别持有公司 90% 股权和 10% 股权。公司主营业务包括水电公路业务、城市综合体业务及制造业务等, 主要经营主体为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”)控股的三家港股上市公司粤海投资有限公司(以下简称“粤海投资”, 股票代码 0270.HK)、粤海置地控股有限公司(以下简称“粤海置地”, 股票代码 0124.HK)和粤海广南(集团)有限公司(以下简称“广南集团”, 股票代码为 1203.HK)。中债资信认为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, 战略地位重要, 在政策、资产及资金方面具有竞争优势, 其中水务及水环境治理业务垄断优势显著, 业务运营稳健, 是公司盈利的主要来源; 物业销售业务区位条件较好, 但在房地产行业景气度下行背景下, 需关注项目后续去化情况; 麦芽与马口铁制造及销售业务具有较强的市场竞争优势。公司资产质量良好, 盈利能力很强, 债务负担处于中等水平, 长、短期偿债指标表现均较好, 备用流动性充裕, 融资渠道畅通。外部支持具有很强的增信作用。综合上述因素, 中债资信评定公司主体信用等级为 AAA-<sub>pi</sub>, 评级展望为稳定。

## 评级要素

### ■ 资源配置

● **规模和市场地位:** 公司是广东省两家实施国有资本投资和运营改革试点公司之一, 战略地位重要, 业务领域涉及水电公路、制造业、房地产等多个行业, 在政策、资产及资金方面具有竞争优势, 其中原水供应业务方面, 公司拥有自 2000 年 8 月起为期 30 年的对香港、深圳及东莞的原水供应特许经营权, 垄断优势显著; 自来水供应及污水处理业务遍布全国各地, 且规模持续扩张; 制造业板块中的麦芽与马口铁业务规模位居行业前列。整体看, 公司市场地位很高。

● **水务及水环境治理业务:** 涵盖原水供应、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。原水供应业务收入占比最高, 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, 区域垄断优势显著; 其中, 东深工程对板块收入和利润贡献最高, 公司拥有自 2000 年 8 月起为期 30 年的对香港、深圳及东莞的原水供应特许经营权, 并根据广东省政府与香港政府签订的供水协议约定每年购水固定金额; 此外, 公司拥有在徐州和盐城的原水 PPP 项目特许经营权, 对板块利润形成一定补充; 在建项目方面, 公司参与组建珠江三角洲水资源配置工程项目的公司, 对其持有 34% 股权并纳入合并范围, 公司计划出资总额 53.07 亿元, 截至 2022 年 3 月末已出资 34.41

亿元，该项目主体工程计划于 2024 年完工，未来通过水费收入实现资金平衡，需关注后续回款情况。城市自来水供应业务主要由子公司广东粤海水务股份有限公司（以下简称“粤海水务股份”）和粤海投资子公司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 2022 年 3 月末，公司控股 41 家自来水公司，供水区域包括江苏、广东、广西、海南、江西、安徽等地，近年来供水量及供水收入均持续增长，2021 年供水总量为 48.78 亿吨，自来水平均售价在 0.82~3.03 元/吨之间。污水处理业务主要由粤海水务股份和粤海水务控股负责运营，截至 2022 年 3 月末，公司拥有 51 家污水处理公司、运营污水处理厂 126 家，服务区域包括广东、海南、广西、贵州、浙江、甘肃、河北等地，主要业务范围为生活污水处理，运营模式为自主投资运营，根据当地污水处理费征收标准与当地政府结算服务费用；近年来，公司通过并购及划转等方式获取广东省内及省外多个新设立或现有的水资源项目，支出规模较大，公司污水处理业务尚处于投资扩张期，剔除 BOT 项目建设收入后，2021 年污水处理业务实现收入 4.44 亿元，需关注后续项目投资建设进展及资金平衡情况。2020 年 6 月，广东省水利厅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”）全部产权无偿划转至公司，公司新增勘测设计业务，可为水务板块收入和利润提供一定补充；截至 2022 年 3 月末，水电设计院在手未完工合同金额为 125.00 亿元，项目储备情况较好；2021 年，该业务收入中粤海系内项目收入占比约为 25%，同期，水电设计院实现净利润 1.22 亿元。2021 年，原水供应、城市自来水供应、污水处理和勘测设计业务实现收入分别为 88.72 亿元、67.16 亿元、26.71 亿元和 13.76 亿元，板块毛利率为 38.20%，整体看，水务及水环境治理板块具备垄断优势，收入呈稳健增长趋势，盈利能力较强，是公司利润的主要来源。

●**电力及公路业务：**公司电力及公路业务运营主体均为粤海投资。电力业务收入主要来自控股的中山粤海能源有限公司（以下简称“中山电厂”，公司持股比例 40.23%）和参股的广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“靖海电厂”，公司持股比例 14.12%），两家电厂装机容量分别为 600 兆瓦和 3,200 兆瓦，均位于广东省内。2019~2021 年，中山电厂分别宣派分红 0.34 亿元、0.68 亿元和 2.37 亿元，靖海电厂分别实现分红 0.52 亿元、0.27 亿元和 1.08 亿元，可持续为公司提供小规模的分红收入。煤电机组盈利受上游煤价波动影响大，2021 年受煤价高企影响，中山电厂和靖海电厂均出现亏损，后续需持续关注煤价变动情况。公路业务方面，公司仅持有兴六高速公路（持股 56.46%），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，2021 年实现收入和分红分别为 11.37 亿元和 3.00 亿元，业务毛利率为 30.71%。整体看，电力及公路业务规模较小，对公司总体收入和利润贡献较小。

●**城市综合体业务：**城市综合体板块主要包括物业销售、物业经营、物业管理、百货零售及酒店业务。物业销售业务主要分为住房型地产和商业地产的开发和

销售，2020年以来受益于项目结转较多，收入增幅较大，2021年物业销售业务实现收入59.33亿元。住房型地产业务运营主体为广东粤港投资开发有限公司（以下简称“粤港投资”）、粤海房地产开发（中国）有限公司（以下简称“粤海地产”）和粤海置地，房地产开发业务以广州为核心地区，截至2022年3月末，已完成销售项目总投资21.38亿元，累计确认收入47.51亿元，共回笼资金49.86亿元；在售项目总投资272.09亿元，累计销售比例约35%，已回笼资金82.49亿元；在建未售项目计划总投资192.85亿元，已完成投资112.37亿元。商业地产业务方面，截至2022年3月末，在建项目计划总投资219.34亿元，已投资168.56亿元，其中粤海城一期项目已开始销售，截至同期末，累计回笼资金60.53亿元。土地资源储备方面，公司物业销售业务逐步向广州市以外珠三角地市拓展，截至2022年3月末，主要取得七个住宅及商业地产项目土地面积合计56.54万平方米，土地拍卖总款为222.07亿元。2021年，粤港投资和粤海置地分别实现净利润2.33亿元和11.44亿元。整体看，物业销售业务在售项目回款情况较好，可为公司提供较好的利润补充，但在建项目储备较多，公司面临一定的资本支出压力，叠加2021年以来房地产行业景气度整体下行，项目去化压力或加大，需关注后续去化进度及资金回流情况。物业经营业务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，所持物业区位条件及品牌效应较好，主要物业资产出租率均在90%以上，可为公司提供较稳定的现金流，2021年物业经营业务实现收入15.10亿元，近三年毛利率保持在90%以上。物业管理业务经营主体为粤海物业管理有限公司（以下简称“粤海物业”），在管物业主要为公司自持的商业和住宅物业，2021年物业管理实现收入2.22亿元，同期粤海物业实现净利润0.11亿元，业务整体规模很小。此外，公司还有百货零售和酒店业务，由粤海投资下属企业负责运营，2020年以来受疫情影响收入有一定下滑，整体规模较小，2021年两板块实现收入分别为5.29亿元和4.51亿元，业务毛利率分别为85.79%和42.69%。

●制造业务：制造业务主要包括麦芽和马口铁的制造及销售。麦芽业务运营主体为粤海永顺泰集团股份有限公司（以下简称“永顺泰”），麦芽产销规模保持亚洲第一位，原材料采购以进口为主，2021年前五大供应商采购金额占比合计62.37%，集中度较高；截至2021年末，永顺泰拥有5家麦芽厂，总产能为91万吨/年，产能利用率超过100%，产销率维持在98%以上；下游企业主要为各大啤酒生产企业，结算方式以赊销为主，2021年，前五大客户销售额占比为77.58%，客户集中度也较高。2021年，麦芽业务实现收入30.57亿元，永顺泰实现净利润1.49亿元。马口铁业务运营主体为广南集团，工厂位于中山市和秦皇岛市，原材料主要为外购热轧板、基板，供应商集中度较高；截至2022年3月末，马口铁产能为49万吨/年，规模居全国前三；公司以销定产，产能利用率持续低于65%，随着疫情缓和、马口铁需求逐步增加，叠加大宗原材料

价格攀升等因素，2021 年马口铁销售量和销售收入均有所上升，产销率维持较高水平，2021 年前五大客户销售额占比为 37.60%，客户相对分散。2021 年，马口铁业务实现收入 25.92 亿元，广南集团实现净利润 0.59 亿元。2021 年，香港粤海以 0.89 亿港元转让持有的粤海制革有限公司（以下简称“粤海制革”）52% 股份，剩余持股比例 19.34%，公司合并范围剥离皮革制造及销售业务，该业务规模很小，对公司财务影响较小。整体看，制造业板块麦芽与马口铁业务在行业内市场地位较高，但盈利能力偏弱。

●**产业园区业务**：近年公司逐步拓展产业地产业务，主要承担园区厂房、配套项目建设以及招商引资，计划通过租赁收入实现收益。目前公司主要推进项目为东莞市谢岗镇银瓶创新区内的广东粤海装备技术产业园（以下简称“粤海产业园”），截至 2022 年 3 月末，已竣工项目完成投资 13.70 亿元；在建项目计划总投资 60.99 亿元，已完成投资 28.52 亿元，其中银瓶创新区基础设施 PPP 项目计划总投资 47.54 亿元，纳入东莞市财政预算，谢岗镇政府将于维护期内以 10 年分期方式将利息（按项目公司支付的建设费用 8% 计复利）支付给公司，并按总建设费用 1.1% 比例支付年度维护费，按建设费用 2.5% 比例支付管理费。产业园区业务处于初始投资阶段，PPP 项目回款期限较长，需关注后续资金平衡情况。

●**产业金融业务**：公司产业金融板块主要包括非银行金融、资产管理、融资租赁、商业保理和股权投资，尚处于起步阶段，对公司整体利润形成一定补充，其中股权投资主要为对广东省内企业的投资，截至 2022 年 3 月末，公司主要股权投资余额 18.08 亿元，包括广东粤电靖海发电有限公司、肇庆市肇水水务发展有限公司和黄龙食品工业有限公司等，投资行业涵盖火力发电、供水、银行、食品、百货零售和科技等。

●**盈利能力和现金流**：公司营业收入与利润总额维持较快增长，利润总额主要来自经营性业务利润，投资收益与公允价值变动收益对利润形成一定补充；由于处置广东粤港投资置业有限公司 100% 股权以及粤海制革部分股权确认较多投资收益，2021 年公司实现投资收益 9.86 亿元；受投资性房地产的公允价值变动影响，公允价值变动收益存在一定波动，2021 年为 6.64 亿元。2021 及 2022 年 1~6 月，公司分别实现利润总额 89.03 亿元和 58.19 亿元，2021 年总资产报酬率为 5.77%，整体盈利能力很强。现金流方面，公司现金收入比维持在 1 倍左右浮动，2020 年以来，受物业开发及销售业务购买土地支出规模较大影响，经营性现金流出增加，经营活动现金流净额有所下降，2022 年 1~6 月转负；随着污水处理、产业园区业务等持续投资，投资活动现金流维持大额净流出，资金平衡对筹资活动依赖度较高。截至 2022 年 3 月末，公司获得各银行授信额度约 3,142.32 亿元，未使用额度约 2,724.13 亿元，备用流动性充足。

●**管理与战略**：公司在建项目主要来自水务及水环境治理、物业销售及产业园区板块，截至 2022 年 3 月末，在建项目总投资 933.01 亿元，已投资 577.26 亿

元，仍需投资 355.75 亿元；拟建项目计划总投资 1.61 亿元。整体看，公司未来投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

#### ■ 债务政策

●资产质量：截至 2022 年 6 月末，公司资产总额 2,292.87 亿元，以非流动资产为主，其中流动资产主要包括货币资金和存货，存货（343.04 亿元）主要为公司已完工及在建的房地产项目，受房地产业务持续拓展、新取得地块影响，2021 年存货大幅增加，对资金占用规模升高。非流动资产主要包括长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产，长期应收款（241.67 亿元）主要为公司取得的水务项目特许经营权及 PPP 项目确认的未来应收款项；投资性房地产（377.10 亿元）主要为公司持有的物业资产，其中公允价值变动确认金额较高（106.32 亿元），需关注价值评估合理性；固定资产（163.09 亿元）主要为房屋建筑物及机器设备；在建工程（218.96 亿元）主要包括珠江三角洲水资源配置工程等水务工程；无形资产（232.41 亿元）主要为特许经营权及土地使用权。截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计 227.14 亿元，占总资产比例为 9.91%，其中存货和投资性房地产受限比例分别为 34% 和 19%，受限比例一般。总体看，公司资产质量良好。

●资本结构和偿债指标：随着水务及物业销售业务持续投资，公司近年来债务增速较快，截至 2022 年 6 月末，债务总额为 849.49 亿元，短期债务占比 27.20%，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 59.54% 和 47.80%，债务负担处于中等水平。截至同期末，公司现金类资产/短期债务为 1.83 倍，2021 年全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.48 倍和 5.66 倍，长、短期偿债指标表现均较好。截至 2022 年 6 月末，公司对外担保金额 17.22 亿元，占净资产比例为 1.86%，主要为对公司物业买方提供的按揭担保，担保规模相对较小。

●母公司方面，公司母公司层面无实质经营性业务，合并口径营业收入主要来自三家港股上市子公司（收入占比约 86%），非上市部分收入包括部分物业销售业务、麦芽制造与销售业务等。母公司盈利主要来源于投资收益。资产构成方面，截至 2022 年 6 月末，母公司层面资产以货币资金（178.15 亿元）、长期应收款（98.40 亿元）和长期股权投资（246.33 亿元）为主。截至同期末，母公司层面有息债务规模为 313.34 亿元，占合并口径债务比重约 37%，其中债券融资占比约 87%，母公司对公开市场债券融资依赖度很高，且 2022 年以来融资节奏加快；截至 2022 年 6 月末，母公司全部债务资本化比率为 67.42%，债务负担较重，短期债务规模为 140.00 亿元，货币资金 178.15 亿元，考虑到同期末公司通过全资子公司香港粤海间接持有的粤海投资、粤海置地、广南集团三家上市公司股权市值合计约为 266 亿元（无质押），对债务覆盖程度很高，整体看，母公司债务周转压力小。

#### ■ 外部支持

公司控股股东和实际控制人均为广东省人民政府，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，承担了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职能，战略地位重要，在政策、资产及资金方面得到政府的持续有力支持。2014~2020年，广东省国资委批准公司陆续将资本公积中的59亿元转增注册资本，转增后公司注册资本和实收资提升至60亿元；公司在水务业务经营等方面得到政府的重点支持，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，并持续获得广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券资金支持；此外，公司于2020年6月无偿获得水电设计院股权，水务板块收入和利润得到有利补充。整体看，外部支持对公司增信作用很强。

附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中AAA<sub>pi</sub>至B<sub>pi</sub>级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 个体级别含义

中债资信个体级别主要考察受评主体在完全没有任何外部支持下的信用水平，排除了受评主体的股东、实际控制人或者相关政府部门对其支持的影响。中债资信的个体评级并非一般意义上的信用评级，是评级分析过程中对受评主体个体信用水平的评价结果，可以看作是受评主体评级的组成部分。中债资信的个体评级级别序列与主体评级相同，只是用小写字母表示。



## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对广东粤海控股集团有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期资源配置和债务政策综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。