



广东粤海控股集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2102 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广东粤海控股集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”、“20 粤海 MTN002”、“21 粤海 MTN002”、“21 粤海 MTN003”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为广东省经济财政实力长期居全国首位，潜在的支持能力很强；广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海控股”或“公司”）定位为广东省国有资本投资公司，对广东省政府的重要性高，与广东省政府维持高度的紧密关系。跟踪期内，粤海控股保持业务结构的高度多元化及核心业务的显著竞争优势，集团内部风险控制和资源调度能力强。中诚信国际预计，粤海控股资产规模将保持增长，资产质量良好，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲。同时，需关注资本性支出规模较大、债务规模增长较快，母公司财务杠杆持续攀升对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

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。
- **核心业务竞争优势明显。**公司以资本投资为主业，主要投向水务及环境治理、城市建设运营、现代农业及产业金融等领域，业务涉及公用事业及基础设施、制造业、房地产、酒店、物业管理、零售批发、金融等行业，业务多元化程度很高。其中水务及环境治理业务具有区域垄断性，收入及现金流稳定增长；物业销售业务的合同销售额和营收保持增长；制造业中麦芽业务处于行业领先地位，2022年以来马口铁业务毛利水平实现小幅提升。公司核心业务竞争优势明显。
- **对内资源调度能力和对外融资能力很强。**公司风险控制、资金归集和资金余缺管理机制完善，集团财务公司资金集中度较高，内部资源调度能力很强；对外融资方面，公司银企关系良好，备用流动性充足，并控股多家上市公司，股权及债权融资渠道通畅，可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。**目前公司各类水资源项目资本支出规模较大，住宅及商业地产在建项目所需资金较多，考虑到房市低迷背景下公司项目去化周期或将拉长，需对公司资本支出压力予以关注。
- **跟踪期内公司仍保持较大举债规模，母公司财务杠杆持续攀升。**跟踪期内，公司仍保持较大的举债规模，截至2023年3月末，公司合并口径净债务较2022年初增长212.75亿元，财务杠杆也相应上升。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2023年3月末，资产负债率和总资本化比率分别为76.33%和69.83%，母公司财务杠杆水平持续攀升，财务弹性有待改善。

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：程成 chcheng@ccxi.com.cn

武芳慧 fhwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

粤海控股（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,508.75	2,064.02	2,372.89	2,476.08
所有者权益合计（亿元）	747.30	864.81	953.93	971.99
负债合计（亿元）	761.45	1,199.20	1,418.96	1,504.08
总债务（亿元）	435.16	684.55	887.96	974.03
营业总收入（亿元）	314.99	393.97	437.73	111.85
净利润（亿元）	43.45	64.87	67.17	10.94
EBIT（亿元）	76.55	101.56	107.26	--
EBITDA（亿元）	94.37	123.31	136.50	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	52.57	19.36	48.69	1.56
营业毛利率（%）	39.66	37.47	34.70	38.51
总资产收益率（%）	5.07	5.69	4.83	--
EBIT 利润率（%）	24.41	25.88	24.61	--
资产负债率（%）	50.47	58.10	59.80	60.74
总资本化比率（%）	36.80	44.18	48.21	50.05
总债务/EBITDA（X）	4.61	5.55	6.51	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.80	5.59	5.50	--
FFO/总债务（X）	0.05	0.08	0.06	--
粤海控股（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	350.73	422.69	496.14	590.10
所有者权益合计（亿元）	132.96	135.65	146.08	139.67
负债合计（亿元）	217.76	287.04	350.05	450.43
总债务（亿元）	162.43	193.63	243.92	323.25
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.54	0.00
净利润（亿元）	3.71	0.80	5.29	-6.41
EBIT（亿元）	8.40	7.14	12.76	--
EBITDA（亿元）	8.42	7.20	13.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	14.42	23.41	-0.98	4.17
营业毛利率（%）	--	--	--	--
总资产收益率（%）	2.39	1.85	2.78	--
EBIT 利润率（%）	--	--	--	--
资产负债率（%）	62.09	67.91	70.56	76.33
总资本化比率（%）	54.99	58.80	62.54	69.83
总债务/EBITDA（X）	19.30	26.89	18.67	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.80	1.13	1.77	--
FFO/总债务（X）	-0.22	-0.04	-0.09	--

注：1、中诚信国际根据粤海控股提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务，将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

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	17 粤海专项债 01/17 粤海 01 (AAA)	2022/6/27	贺文俊、程成、钟秋	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
	18 粤海专项债 01/18 粤海 01 (AAA)				阅读全文	
	20 粤海 MTN002 (AAA)				阅读全文	
	21 粤海 MTN002 (AAA)				阅读全文	
	21 粤海 MTN003 (AAA)				阅读全文	
AAA/稳定	21 粤海 MTN003 (AAA)	2021/08/12	贺文俊、程成	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	21 粤海 MTN002 (AAA)	2021/06/28	贺文俊、程成	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	20 粤海 MTN002 (AAA)	2020/07/17	张卡、王慧	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	18 粤海专项债 01 (AAA)	2018/02/28	陆静怡、汪莹莹	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	阅读全文	
AAA/稳定	17 粤海专项债 01 (AAA)	2017/07/17	陆静怡、伍琴	--	阅读全文	

注：中诚信国际口径

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	*通用行业评级方法	阅读全文	
AAA/稳定	17 粤海 01 (AAA)	2017/07/27	邵新惠、邹慧	*通用行业评级方法	阅读全文	

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较 (2022 年数据)

项目	粤海控股	北控集团	首创集团	越秀集团
经调整的所有者权益合计 (亿元)	953.93	1,273.36	596.75	1,432.34
总资产收益率 (%)	4.83	3.89	2.84	2.20
总资本化比率 (%)	48.21	62.32	79.46	71.66
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	5.50	3.66	1.61	2.37

中诚信国际认为，与同行业相比，粤海控股资本实力、业务多元化程度、以及核心业务的运营实力处于中等水平，财务杠杆率相对较低，盈利水平相对较好。

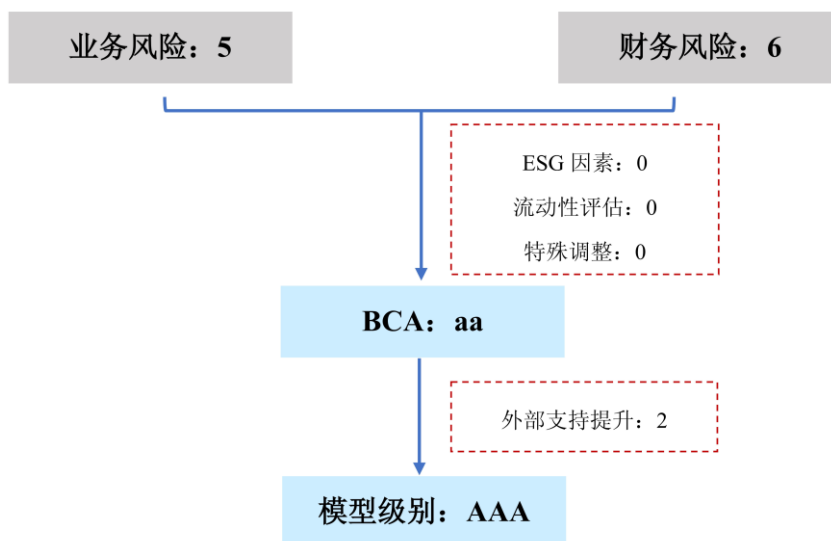
注：1、北京控股为“北京控股集团有限公司”简称，首创集团为“北京首都创业集团有限公司”简称，越秀集团为“广州越秀集团股份有限公司”简称；2、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项通常包括因发行永续债形成的其他权益工具，粤海控股不涉及上述调整项。资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 粤海专项债 01/17 粤海 01	AAA	AAA	2022/06/27	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售选择权
18 粤海专项债 01/18 粤海 01	AAA	AAA	2022/06/27	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售选择权
20 粤海 MTN002	AAA	AAA	2022/06/27	10	10	2020/07/29~2025/07/29	--
21 粤海 MTN002	AAA	AAA	2022/06/27	10	10	2021/07/13~2023/07/13	--
21 粤海 MTN003	AAA	AAA	2022/06/27	10	10	2021/08/19~2026/08/19	--

评级模型

广东粤海控股集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2022_01

■ 业务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内粤海控股保持高度多样化的业务结构，核心业务板块发展势头较好，整体运营实力较强。其中，水务及环境治理业务资产质量优良，承担重大水资源项目建设，并持续扩展省内外业务布局。物业销售业务拿地节奏显著放缓，合同销售额和营收保持增长，但需关注房市低迷背景下的物业去化压力。制造业务中麦芽继续保持领先的行业地位，马口铁生产具备一定规模经济优势，2022 年产销量同比下滑但毛利水平小幅提升；仍需要关注行业竞争、经济景气和汇率波动等因素对制造业务带来的不利影响。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，粤海控股资本实力保持强劲，资产质量优良，核心业务收入质量较好，但公司资本性支出规模较大，债务总额持续攀升。集团对下属各业务板块管控能力强，有较为完善的风险控制、资金归集和资金余缺管理机制，内部资源调度能力很强；但集团母公司承担了较多直接债务融资职能，财务杠杆水平持续攀升，母公司财务弹性有待改善。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对粤海控股个体基础信用等级无影响，粤海控股具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，广东省政府具有很强的支持能力且对公司支持意愿很强，主要体现在广东省强劲的经济财政实力和增长能力；粤海控股是广东省在境外规模最大的省属企业和广东省属首家国有资本投资公司改革试点企业，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，重要性高且与政府的关联性极高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金总额为 15 亿元，其中募集资金 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；“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。截至 2023 年 3 月末，“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金已按募集说明书约定使用完毕。截至 2023 年 3 月末，三诚国际金融中心停车场建设项目已全部完工（2022 年 10 月竣工验收），粤海泰康路停车场建设项目地下室停车场负二、负三层已全部完工（2022 年 10 月竣工验收）。

近期关注

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

区域环境

广东省是我国第一经济大省，土地总面积 17.98 万平方千米，下辖 21 个地级市，截至 2022 年末，全省常住人口 12,656.80 万人。2022 年广东省实现地区生产总值 129,118.58 亿元，同比增长 1.9%，稍高于江苏省（122,875.60 亿元），遥遥领先于其他省份；同年，广东省人均 GDP 为 101,905 元，增长 1.7%，居全国第七位。

稳定的经济增长和合理的产业结构为广东省财政实力形成了有力支撑，近年来税收收入占比及财政自给率维持较高水平，但 2022 年受经济下行、落实国家组合式税费支持政策等因素影响，一般公共预算收入下降 5.8% 至 13,279.73 亿元；同年，政府性基金收入虽是地方政府财力的重要补充，但受房地产市场调整影响，同比下降 38.8% 至 5,196.19 亿元。再融资环境方面，广东省政府债务率处全国中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来广东省经济财政情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
GDP	110,760.94	124,369.67	129,118.58
GDP 增速	2.30	8.00	1.90
人均 GDP（元）	94,000.00	98,285.00	101,905.00
固定资产投资增速	7.20	6.30	-2.60
一般公共预算收入	12,923.85	14,105.04	13,279.73
税收收入	9,881.21	10,784.32	9,285.22
一般公共预算支出	17,430.79	18,247.01	18,509.93
政府性基金收入	8,649.77	8,491.91	5,196.19
税收收入占比	76.46	76.46	69.92
公共财政平衡率	74.14	77.30	71.74

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：广东省政府官网，中诚信国际整理

行业概况

中诚信国际认为，公司核心业务板块涉及水务、房地产、食品加工（麦芽）和马口铁等行业，需关注各行业信用风险水平的变化对公司各板块运营实力的影响。具体来看，我国供水行业整体上处于成熟期，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，单一的污水处理企业逐步向水环境综合治理企业发展。同时，我国水价处于较低水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向。房地产行业方面，2022 年房地产销售规模明显下滑、土地投资及新开工低迷、行业信用风险充分暴露，竞争格局发生显著变化；未来行业内企业信用水平进一步恶化、信用风险进一步蔓延的可能性较低，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复。

水务行业

我国水资源短缺且分布不均，水质污染有所减轻。供水行业整体上处于成熟期，提质增效降低漏损率、突破海水淡化技术以及推行智慧水务，是推动行业技术变革和高质量发展的方向。近年来，在国家环保政策带动下，污水处理行业快速发展。“十四五”期间，国家推出的一系列政策、法规将进一步推动农村污水市场空间的释放，污水及相伴生的污泥处理、黑臭水体治理为污水处理企业带来重大机遇，推动其从单一的污水处理企业向水环境综合治理企业发展。我国水价处于较低

水平且各地差异较大，建立反映供水成本、激励提升供水质量的价格形成和动态调整机制是水价调整的发展方向。

详见《中国水务行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9784?type=1>

房地产

2022 年在多重外部不利因素冲击下，行业销售规模显著收缩、行业竞争格局发生改变；虽然人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，但在多重房地产政策支持下，目前行业销售已进入底部修复阶段。2022 年房地产销售规模明显下滑、土地投资及新开工低迷、行业信用风险充分暴露，竞争格局发生显著变化。在销售及回款下滑等不利因素影响下，2022 年行业开发规模与土地投资探底，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，房地产行业投资活动有望回归理性。2022 年以来融资环境持续向好，“三箭齐发”政策助力民营房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善。未来行业内企业信用水平进一步恶化、信用风险进一步蔓延的可能性较低，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，粤海控股仍保持较好的业务状况，公司业务多元化程度很高，各核心业务板块均保持了较好的发展势头。其中水务及环境治理业务运营实力很强，公司持有东深供水工程等优质资产，承担有重大战略意义的水资源项目建设，并凭借其资金、资源优势进行省内外扩张，持续强化供水和污水处理领域的项目布局。公司物业销售业务发展较快，近年来合同销售金额和营业收入整体实现了快速增长，但需关注房地产下行背景下的物业去化压力。制造业务中永顺泰经营麦芽多年，上下游渠道稳定，持续保持领先的行业地位，已顺利实现深交所上市；广南集团的马口铁生产规模较大，具备一定规模经济优势，2022 年以来其产销量有所回落，但通过控制采购成本仍实现了毛利水平的小幅提升。但同时，也需要关注行业竞争、经济景气 and 汇率波动等因素对制造业务带来的不利影响。

根据公司战略规划、主业核定和业务发展情况，公司主营业务可分为水电公路、制造业务和城市建设运营板三类，其中：水电公路包括公司核心业务水务及环境治理，和规模相对较小的电力供应及高速公路运营业务；制造业务亦为公司自在港“窗口企业”时期起长期经营的核心业务，包括麦芽和马口铁的制造与销售¹；城市建设运营业务主要包括物业销售、物业经营、物业管理、百货零售和酒店业，近年来物业销售业务发展较快，已成为对公司营收、利润和经营性现金流贡献度颇高的核心业务。除上述三大构成外，公司还从事产业园区开发、产业金融和供港生鲜等多种业务。

表 2：近年来公司主营业务收入构成情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022			2023.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水务及环境治	140.33	45.15	42.18	199.92	51.43	38.20	200.71	46.67	45.27	42.72	39.00	49.03

¹ 公司于 2021 年 9 月 29 日向南粤（集团）有限公司（以下简称“南粤”）协议转让粤海制革有限公司（证券代码为 01058.HK，以下简称“粤海制革”）52%股份后，公司不再经营制革业务，制革业务不再纳入公司合并报表范围。

理												
电力供应	10.01	3.22	20.23	12.23	3.15	-53.67	11.23	2.61	-68.07	3.55	3.24	-0.43
公路运营	9.39	3.02	22.79	11.37	2.93	30.71	5.56	1.29	61.36	1.54	1.41	60.31
水电公路	159.72	51.39	39.66	223.51	57.50	32.80	217.50	50.58	39.83	47.82	43.65	45.71
麦芽制造及销售	29.70	9.56	14.15	30.57	7.86	10.75	39.84	9.26	9.53	10.16	9.27	4.89
马口铁制造及销售	18.80	6.05	8.19	25.92	6.67	11.32	24.15	5.62	12.12	4.74	4.32	11.34
皮革制造及销售	1.70	0.55	-8.88	1.53	0.39	5.02	--	--	--	--	--	--
制造业务	50.20	16.15	11.14	58.02	14.93	10.85	63.99	14.88	10.51	14.89	13.59	6.94
物业经营	11.51	3.70	93.52	15.10	3.88	91.20	14.43	3.36	93.45	3.60	3.28	85.56
物业销售	53.11	17.09	66.36	59.33	15.26	69.41	61.77	14.36	48.40	23.00	21.00	49.92
物业管理	1.93	0.62	19.61	2.22	0.57	-7.85	2.11	0.49	-17.82	0.99	0.90	26.88
百货零售	22.96	7.39	17.11	5.29	1.36	85.79	6.85	1.59	54.75	1.43	1.31	79.28
酒店业	3.55	1.14	31.19	4.51	1.16	42.69	4.34	1.01	45.15	1.50	1.37	53.76
城市建设运营	93.05	29.94	55.26	86.45	22.24	70.84	89.51	20.82	54.42	30.52	27.86	54.95
其他	7.80	2.51	43.43	20.73	5.33	21.94	59.02	13.72	15.32	16.33	14.90	15.14
合计	310.78	100.00	39.82	388.72	100.00	37.40	430.02	100.00	35.14	109.56	100.00	38.46

注：1、自 2021 年 9 月 29 日后粤海制革出表后，公司不再经营皮革制造及销售业务，也不再产生相关业务收入；2、合计数存在差异主要系四舍五入产生的尾数差所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水电公路

水务及环境治理

公司水务及环境治理业务为公司核心业务板块之一，运营实力很强。剔除 BOT 项目建造收入口径下，跟踪期内公司原水供应、城乡供水和污水处理业务收入均实现同比增长，公司水务及环境治理板块整体实力保持稳步提升。

公司水务及环境治理业务主要由控股上市子公司粤海投资有限公司（以下简称“粤海投资”、HK.0270）及其他非上市水务运营主体负责，2020 年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后，公司形成了涵盖原水供应、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。该业务为公司的核心业务板块，贡献了公司近半的营收和毛利润，并保持了较快的发展速度；截至 2023 年 3 月末，公司原水供应能力共计 1,271.40 万吨/日，城乡供水能力共计 1,112.28 万吨/日，污水处理能力共计 259.01 万吨/日。2022 年，剔除 BOT 项目会计核算方式²的影响后，公司原水供应业务、城市供水和污水处理业务收入均同比上升。

表 3：近年来公司水务及环境治理业务收入情况（亿元）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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	64.55	45.99%	88.72	44.38%	79.50	39.61%	21.13	49.46%
其中：对港	42.85	30.54%	40.03	20.02%	42.43	21.14%	12.03	28.16%
对深	10.50	7.48%	11.41	5.71%	11.03	5.50%	2.66	6.23%
对莞	2.01	1.43%	2.26	1.13%	1.91	0.95%	0.44	1.03%
对骆马湖	2.04	1.45%	1.84	0.92%	1.95	0.97%	0.50	1.17%

²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》，自 2020 年度起调整原水供应、城市供水及污水处理业务中 BOT 项目的会计核算方式，新增确认 BOT 项目建造收入，并相应等额结转成本。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别确认了 38.98 亿元、65.84 亿元、47.43 亿元和 4.86 亿元 BOT 项目建造收入；其中，2022 年公司原水供应、城市供水及污水处理业务分别确认 15.38 亿元、15.75 亿元和 16.30 亿元 BOT 项目建造收入；2023 年 1~9 月，上述业务分别确认 3.77 亿元、0.34 亿元和 0.75 亿元 BOT 项目建造收入。

对盐城	3.29	2.34%	3.28	1.64%	3.27	1.63%	0.76	1.78%
其他	3.86	2.75%	29.90	14.96%	18.91	9.42%	4.73	11.07%
城市供水业务	41.18	29.35%	67.16	33.59%	71.37	35.56%	13.45	31.48%
污水处理业务	23.78	16.95%	26.71	13.36%	29.64	14.77%	4.38	10.25%
勘测设计业务	6.54	4.66%	13.76	6.88%	15.29	7.62%	2.97	6.95%
其他业务	4.28	3.05%	3.57	1.79%	4.91	2.45%	0.79	1.85%
合计	140.33	100.00%	199.92	100.00%	200.71	100.00%	42.72	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；2、“原水供应业务-其他”主要包括公司在建原水供应项目确认的建造收入，以及湛江、韶关、兴化、恩施、荔浦等地水务业务运营主体的原水供应收入；3、勘测设计业务收入包括水电设计院承接的水利水电工程施工总承包业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 年 3 月末公司水务及环境治理业务产能情况

产能指标	上市公司粤海投资部分	非上市公司部分	合计
原水供应能力（万吨/日）	953.4	318	1,271.40
城乡供水能力（万吨/日）	790.96	321.32	1,112.28
污水处理能力（万吨/日）	259.01	--	259.01
合计	2,003.37	639.32	2,642.69

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，且随着徐州及盐城等项目投运，公司原水供应收入将整体保持稳定增长。公司原水供水区域主要包括香港、深圳及东莞供水工程（即“东江—深圳供水工程”，以下简称“东深供水工程”）沿线八镇、江苏徐州及盐城等地。

东深供水工程是公司最主要的收入和利润来源，公司享有自 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，并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”）中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，每年实际取水量不得低于 6.15 亿吨。广东省政府考虑香港现实情况，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，公司采用“移交-运营-移交”模式经营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”）和盐城市新水源地及引水工程 PPP 项目（以下简称“盐城项目”），上述项目分别于 2016 年和 2019 年投入运营；骆马湖项目特许经营期为项目商业运行日起 29.5 年，盐城项目特许经营期为 2019 年至 2043 年。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，骆马湖项目供水量分别为 25,393.00 万吨、27,959.90 万吨、29,582.99 万吨和 7,808.65 万吨；同期，盐城项目供水量分别为 24,182.00 万吨、24,434.98 万吨、24,015.30 万吨和 5,505.45 万吨。

公司在建的重大原水项目包括珠江三角洲水资源配置工程项目（以下简称“珠三角项目”）、环北部湾广东水资源配置工程（以下简称“环北广东工程”）和韩江榕江练江水系连通后续优化工程（以下简称“粤东二期工程”）。

珠三角项目由广东粤海水务股份有限公司（以下简称“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。珠三角项目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。珠三角项目概算总投资估算为 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% 的资金通过项目融资解决，项目资本金投入为 196.92 亿元，公司出资 53.07 亿元。珠三角项目主体工程已于 2019 年 5 月份开工，工期为 60 个月；2023 年 3 月末，水资源配工程已完成投资 253.04 亿元，已到位资本金 159.26 亿元（包括中央投资补助 29.6 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 122.99 亿元，其中公司出资 34.41 亿元）。资金平衡方面，珠三角项目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。

环北广东工程旨在从根本上解决粤西地区特别是雷州半岛缺水问题，工程可行性研究报告于 2022 年 7 月获国家发展改革委批复，工程初步设计报告于 2022 年 12 月 29 日获水利部批复，初设概算总投资 614.56 亿元，总工期 96 个月。项目已于 2023 年 3 月全面开工，工程完工以后主要通过向云浮、茂名、阳江和湛江市 4 市收取原水费以获取营业收入，在统筹考虑四地原水价格和自来水价格的基础上，实现整体工程的保本微利。

粤东二期工程从韩江鹿湖隧洞引水工程末端的潮安古巷西山溪接收井取水，建设主干输水管道，将韩江水输水至榕江关埠取水口，再利用榕江关埠引水工程，并通过潮阳分干线、普宁和潮南分干线，分别输水至潮阳区河溪水库、普宁市汤坑水库和潮南区秋风水库。工程概算总投资 101.19 亿元，输水线路总长 71.65 公里。项目于 2022 年 9 月开工，施工总工期 40 个月，预计 2026 年建成通水。工程建成后，每年平均可增加供水量 3.11 亿立方米。目前施工单位已全部进场开展工作，截至 2023 年 3 月末已完成投资 11.64 亿元。

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。近年来，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。2023 年 3 月末，公司拥有自来水公司 51（均为控股），17 家原水供应公司及 52 家污水公司，144 家污水处理厂。公司供水服务区域面积超过 81,110 平方公里，其中原水供水区域包括香港、深圳及东莞供水工程沿线八镇、广东韶关、广东湛江、江苏徐州和盐城；城市供水业务范围包括江苏、广西、广东、海南、江西和安徽的部分区域³；公司及控股公司拥有管网约 25,546 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。2020~2022 年和 2023 年 1~3 月，公司供水总量分别为 37.39 亿吨、48.78 亿吨、48.42 亿吨和 12.43 亿吨，平均日供水量分别为 1,024.28 万吨、1,336.44 万吨、1,326.68 万吨和 1,381.22 万吨，2022

³ 公司城市供水业务区域包括江苏仪征、江苏高邮、江苏宝应、江苏盱眙、江苏邳州、广西梧州、广东汕头、广东汕尾、广东揭阳、广东中山、广东肇庆高新区、广东梅州、广东河源、广东丰顺、广东潮州、东莞常平、东莞清溪、广州南沙、海南儋州、广东茂名、广东高州、广东云浮、湛江遂溪、江西南昌、江西丰城、江西余干以及安徽来安。

年公司供水总量及日均供水量较上年均有小幅下滑。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，2022 年各自来水公司平均售水价位于 1.36-3.51 元/吨之间，2023 年 1~3 月，各自来水公司平均售水价位于 1.38-4.03 元/吨之间。

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，近年来公司持续大规模购入城市供水及污水处理方面的水资源项目，污水处理产能持续扩增，但该业务营收贡献仍较小。截至 2023 年 3 月末，公司拥有污水处理公司 52 家，污水处理厂 144 家，服务范围包括广东、海南、广西、贵州、浙江、甘肃、河北、江苏的部分区域⁴。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。2022 年以来公司污水处理业务收入规模显著回升，但污水处理业务仍处于发展阶段，收入贡献仍较小。

近年来，公司凭借其资金、资源和项目运作经验的优势，通过项目投资和并购水务业务经营主体的方式进行省内外扩张，持续强化供水和污水处理领域的项目布局。2019~2023 年 3 月末，上市子公司粤海投资共取得超过 700 万吨/日的城市供水产能和超过 170 万吨/日的污水处理产能；同期，除上述由粤海投资取得的项目外，公司非上市公司板块内的水务运营主体（主要为粤海水务股份）还通过并购和划转等方式获得多个位于广东省地级市的水资源项目，上述项目总投资为 31.97 亿元，总设计供水能力为每日 420.32 万吨。

表 5：上市主体粤海投资取得水资源项目情况（亿元）

年度	项目概况	投资金额或收购对价	项目设计产能（万吨/日）	
			城市供水	污水处理
2019	投资或签约六个新水资源项目，位于江苏省兴化市、邳州市；广东省湛江市及潮州市；广西壮族自治区荔浦市；云南省昆明市；新水资源项目	逾 80 亿元	185.4	11
	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）及其子公司 79% 权益，该公司于江西、安徽、浙江及甘肃经营水资源项目	现金约 16.27 亿元	109	8.1
2020	并购新增若干个位于广东省丰顺县、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	38.70 亿元	75.1	37.35
2021	投资及签约九个新水资源项目，位于广东省揭阳市、云浮市、开平市、汕尾市及信宜市、江苏省邳州市及盱眙县、江西省南昌县及海南省儋州市的；扩建广东省普宁市现有水资源项目	77.39 亿元	137.12	10.8
	收购嘉诚环保工程有限公司（已更名为“河北粤海水务集团有限公司”以下简称“河北粤海水务”）53% 权益		--	32
2022	收购或签约四个新水资源项目，分别位于中国广东省河源市、揭西县和汕尾市，以及江苏省无锡市；扩建位于中国广东省云浮市及广州市南沙区的两个新水厂。	36.52 亿元	216	71.07
合计	--	--	722.62	170.32

注：根据相关股份转让合同，粤海投资对河北粤海水务的投资包括股权转让对价、银行再融资的担保及为现有及未来新增水务投资项目提供财务资助的承诺共计不超过 39.70 亿元，其中现金总额为 7.97 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：非上市主体取得水资源项目情况（万吨/日、亿元）

项目名称	签约日期	取得方式	项目地区	设计供水能力	总投资额
------	------	------	------	--------	------

⁴ 公司污水处理业务区域包括广西梧州、广东梅州、广东阳江、广东五华、广东大埔、东莞道滘及常平、江门开平、清远阳山、海南儋州滨海新区、汕尾高新区、广东兴宁、湛江遂溪、浙江云和、浙江温岭、浙江龙港、浙江衢州、甘肃陇西、汕头潮南区、韶关仁化、贵州六盘水、广东云浮、广东吴川、广东潮州、河北焦作、河北安国、保定涞源、河北邯郸、河北滦州、衡水饶阳、石家庄灵寿、石家庄行唐、雄安新区三台镇、江苏无锡。

湛江项目	2020/12/29	并购	湛江市	191.50	15.00
中山项目	2021/01/07	划转	中山市、清远市	44.00	0.00
潮州项目	2021/04/30	并购	潮州市	81.50	7.87
饶平项目	2021/05/12	并购	潮州市	40.00	1.35
罗定项目	2021/06/29	并购	云浮市	29.82	1.40
茂名项目	2021/06/30	并购	茂名市	43.50	6.35
合计	--	--	--	430.32	31.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

勘测设计业务由无偿划入的全资子公司水电设计院负责，该公司是一家集工程规划、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，积累了较多水利水电勘测设计经验，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 7：近年来水电设计院主营业务收入构成情况（万元）

业务类型	2020	2021	2022	2023.1~3
勘测设计	94,178.47	102,484.46	122,323.42	26,896.56
总承包	57,687.48	2,451.36	2,285.95	550.49
其他	12,560.29	32,617.82	28,330.42	2,261.69
合计	164,426.24	137,553.64	152,939.79	29,708.74

注：水电设计院主营业务收入包括勘测设计、总承包及其他业务收入，与表 3 内勘测设计收入相对应。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来水电设计院新签合同金额构成情况（万元）

业务类型	2020	2021	2022	2023.1~3
勘测设计	328,752.32	129,686.00	203,645.71	35,188.00
总承包	131,630.07	23,421.65	3,065.39	3,000.00
其他	19,930.67	6,933.00	23,487.00	11.62
合计	480,313.06	160,040.65	230,198.10	38,199.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

勘测设计项目方面，水电设计院及其子公司与业主方签订勘测设计合同，在完成合同节点约定的工作量并经业主或第三方确认后，根据合同约定的完工节点金额确认收入。总承包业务方面，水电设计院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，2020 年受总承包业务收入减少影响收入有所回落，2021 年总承包业务转为净额法核算导致收入确认金额显著减小，2022 年营收同比回升。2022 年，水电设计院主营业收入中粤海体系内项目收入占比约为 34.46%，同比增长约 10 个百分点，同期水电设计院广东省内和省外业务占比分别为 89.93%和 10.07%。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，2021 年及 2022 年新签合同额分别为 16.00 亿元和 23.02 亿元。截至 2023 年 3 月末，水电设计院在手未完工合同额为 217.07 亿元，项目储备充足。

总的来看，公司持有东深供水工程等优质特许经营权资产，承担省内重大水资源项目的建设和运营，并通过 PPP 项目投资、并购、新建、扩建等多种方式拓展原水供应、城市供水和污水处理产能。随着公司在省内外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

务及环境治理板块整体实力不断上升。

电力供应及公路运营

跟踪期内，煤价高企对电力业务的盈利空间挤压仍较为明显，但受益于电价提升，公司参控股电厂的亏损幅度均有显著收窄；2022 年以来，兴六高速不再确认升级改造工程建设服务收入，通行情况已逐步恢复至 2020 年以前水平。

公司电力供应业务由粤海投资负责，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”），上述发电厂所发电量均直接并入南方电网销售。装机容量方面，中山电厂装机容量为 600 兆瓦，靖海电厂的装机容量为 3,200 兆瓦。2021 年以来，受全国性煤炭紧缺、煤炭价格不断攀升影响，燃煤发电企业生产成本大幅增加，中山电厂和靖海电厂均出现亏损；但 2022 年受益于电价上升亏损均同比大幅收窄⁵，2022 年及 2023 年一季度两家电厂均未进行分红。

表 9：近年来公司参、控股电厂售电量及售电收入情况

年度	中山电厂（控股）			靖海电厂（参股）		
	售电量 (亿千瓦时)	售电收入 (亿元)	宣派分红 (亿元)	售电量 (亿千瓦时)	售电收入 (亿港元)	分占溢利 (亿港元)
2020	28.77	10.01	0.68	132.14	54.70	1.29
2021	29.69	12.23	2.37	167.42	80.19	-1.60
2022	26.04	11.23	0.00	150.54	81.66	0.00
2023.1~3	5.92	3.55	0.00	31.46	17.44	0.00

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

公司公路运营业务由粤海投资负责，截至 2023 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。2020 年，公司启动了兴六高速公路升级改造工程，预算约为 13.51 亿元，截至 2020 年 12 月 31 日主体工程已完工，累计工程成本约 11.67 亿元。营业收入方面，由于 2020 年及 2021 年兴六高速营业收入均包含上述升级改造工程带来的建设服务收入，而公司于 2022 年不再确认上述建设服务收入，因此 2022 年营业收入显著回落。通行量方面，2022 年以来，兴六高速日均收费车流量保持恢复趋势，2023 年一季度日均收费车流量已超过 2019 年平均水平。

表 10：近年来兴六高速运营及分红情况

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
日均收费车流量（万辆次）	1.43	2.27	2.31	2.89
营业收入（亿元）	9.39	11.37	5.56	1.54
宣派分红（亿元）	2.44	1.84	4.38	--

注：2020 年起，营业收入含公路升级改造工程带来的建设服务收入，2020~2021 年建设服务收入分别为 6.34 亿港元和 7.10 亿港元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，公司电力供应和公路运营业务规模较小，跟踪期内煤价高企对电力业务的盈利空间挤

⁵ 中山电厂 2022 年度税前亏损（不包括净财务费用）为 0.94 亿港元（2021 年为 1.77 亿港元），亏损较上年度收窄 47.0%；靖海电厂 2022 年度税前亏损为 5.61 亿港元（2021 年为 8.49 亿港元），亏损较上年度收窄 33.8%。

压仍较为明显，但受益于电价提升，公司参控股电厂的亏损幅度均有显著收窄，兴六高速通行情况已逐步恢复，整体经营情况较为稳定。

城市建设运营

物业销售

跟踪期内，公司物业销售业务的合同销售金额和营业收入均实现同比增长，期间购地节奏显著放缓，2022 年以来仅新拍得一宗土地，但公司项目储备充足，需关注当前房市低迷行情下在建在售物业的后续去化情况。

公司物业销售业务涵盖住房型地产和商业地产的开发和销售，是公司发展速度较快的核心业务之一。公司房地产项目的控股平台包括上市公司粤海置地控股，以及非上市板块的广东粤港投资开发有限公司和粤海房地产开发（中国）有限公司（以下简称“粤海地产”）。2022 年，公司物业销售业务的合同销售金额达 94.72 亿元，同比增幅超过 100%，其中上市板块和非上市板块占比相当；营收方面，上市板块的营收下滑幅度较大，而非上市板块营收同比增加超过 40 亿元，公司物业销售业务营收整体保持小幅增长；有息债务方面，2021 年较大规模的购地带动公司物业销售业务有息债务大幅增长，2022 年以来随着公司购地节奏显著放缓，有息债务余额的增幅亦有所放缓。

表 11：近年来公司物业销售业务概况（亿元）

项目	持股板块	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
合同销售金额	上市板块	17.73	18.92	47.41	20.67
	非上市板块	0.00	26.26	47.31	0.20
	合计	17.73	45.17	94.72	20.87
营业收入	上市板块	35.55	49.88	11.78	3.73
	非上市板块	17.58	9.62	49.99	19.27
	合计	53.13	59.50	61.77	23.00
有息债务余额	上市板块	65.38	160.79	202.76	204.07
	非上市板块	85.95	85.18	84.56	84.12
	合计	151.33	245.97	287.32	288.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

住房型地产方面，公司有多年的房地产开发经验，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”、“粤海·壹桂府”、“粤海·拾桂府”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。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，拥有的最高资质为房地产开发二级资质。项目去化方面，截至 2023 年 3 月末，公司在售项目已累计实现销售面积 45.66 万平方米，剩余可售面积 140.94 万平方米，已累计确认销售收入 58.16 亿元，累计回笼资金 131.76 亿元。同期末，公司在建未售项目为佛山市禅城区的佛山季华项目，该项目总计建筑面积为 15.45 亿元，预计总投资为 23.54 亿元，已完成投资 7.81 亿元。整体看，公司在建及在售房地产项目较多，计划总投资金额很大，部分项目如云港城项目、中山马鞍岛项目和江门粤海城体量较大、货值很高，需关注当前房市低迷行情下公司房地产项目的资本支出压力和去化压力。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司商品房在售项目情况（万平方米、亿元）

区域	项目名称	类别	总投	已投	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	7.24	12.84	10.11	0.15	21.42	21.82
江门市蓬江区	江门壹桂府	商住	19.37	18.17	22.27	8.27	7.57	6.01	8.54
广州市越秀区	泰康路项目	商住	39.03	34.72	11.80	4.06	0.43	26.14	28.38
江门市蓬江区	江门粤海城	商住	52.13	31.60	61.33	6.48	38.31	4.59	7.76
珠海市金湾区	珠海拾桂府	商住	40.16	34.45	24.99	4.36	10.18	--	11.32
中山翠亨新区	中山马鞍岛	住宅	59.18	51.60	32.15	2.86	20.78	--	7.67
佛山市禅城区	佛山湾华项目	住宅	41.11	37.45	20.32	5.28	9.34	--	13.29
惠州市大亚湾区	惠州大亚湾项目	住宅	8.30	4.48	14.02	0.50	8.43	--	0.46
广州市白云区	云港城项目	商住	184.55	120.04	72.56	3.74	45.75	--	32.52
合计			451.95	339.75	272.28	45.66	140.94	58.16	131.76

注：2022 年 12 月 22 日，子公司广东粤港投资开发有限公司已于将其持有的“佛山市南海区阅海项目”开发主体 51% 股权协议转让给广东白天鹅房地产开发有限公司，故该项目不再纳入公司在售商品房项目中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商业地产方面，近年来公司主要**建成完工的商业地产项目**为粤海广场（番禺天河城）、粤海金融中心（原三诚国际金融中心）和南沙粤海湾区中心。粤海广场（番禺天河城）项目位于番禺万博中央商务区，由购物中心、写字楼及商铺组成，其中商务公寓及写字楼于 2017 年开始预售，截至 2023 年 3 月末，销售签约面积 10.92 万平方米，销售签约金额 26.85 亿元，已交楼 10.92 万平方米，实现销售收入 25.57 亿元。粤海金融中心（原三诚国际金融中心）和南沙粤海湾区中心为跟踪期内新增完工项目，其中粤海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，已于 2022 年 10 月全部完成竣工验收，其中小塔楼已完成整体销售。南沙粤海湾区中心位于广州市南沙新区，计划总投资 17.39 亿元，已完成竣工联合验收。公司**在建商业地产项目**为粤海城，属于深圳旧城改造项目，毗邻黄金及珠宝交易中心，该项目建成后将打造成以珠宝为主题的多元商业综合体，项目第一期已全部竣工并备案，第二期将于 2023 年竣工。粤海城项目一期公寓及办公产品已于 2018 年 12 月开始销售，截至 2023 年 3 月末，累计签约面积约 10.19 万平方米、回笼资金 61.95 亿元，项目预计 2024 年完成销售。

项目储备方面，公司以广州为核心地区，项目主要分布于广州中心城区，近年来逐步向广州市以外珠三角地市拓展，拿地节奏明显加快。截至 2023 年 3 月末，公司主要八个住宅及商业地产项目共取得 60.60 万平方米土地，主要分布在珠三角地区，土地拍卖总款达 235.06 亿元，主要于 2019~2021 年拍得，跟踪期内公司仅新拍得佛山市禅城区一宗总价款为 12.99 亿元的商住用地。

表 13：截至 2023 年 3 月末项目储备情况（万平方米、元/平方米、亿元）

地块名称	项目名称	类型	土地区位	拿地时间	土地面积	均价	总价款
广州南沙新区明珠湾起步区 C2-24-07(1)/C2-24-07(3)地块	南沙粤海湾区中心	商业	广州市南沙区	2019.07	1.45	6,957.17	6.97
JCR2019-108（蓬江 16）	江门壹桂府	商住	江门市蓬江区	2019.09	5.97	5,599.27	9.19
珠自然资储 2020-06（交易号 20032）	珠海拾桂府	商住	珠海市金湾区	2020.06	6.02	13,768.00	22.95
TD2020(CC)WG0022	佛山拾桂府	住宅	佛山市禅城区	2020.12	4.33	18,464.00	27.20
G28-2020-0132	中山马鞍岛	住宅	中山翠亨新区	2020.12	9.88	15,000.00	37.05
JCR2020-55(蓬江 08)	江门粤海城	商住	江门市蓬江区	2020.06	17.45	4,285.00	16.84
白云区白云新城云港城地块	云港城	商住	广州市白云区	2021.09	11.44	13,869.95	101.87
TD2022(CC)WG0008	佛山季华	商住	佛山市禅城区	2022.12	4.06	11,000.00	12.99
合计	--	--	--	--	60.60	--	235.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，近年来公司物业销售业务以广州市为核心、适度向其他珠三角地市外扩，跟踪期内签约销售额和销售收入均实现了大幅增长，但公司在建在售物业较多，部分项目体量较大，面临一定的资本支出压力。值得注意的是，2021 年下半年以来房地产销售整体遇冷，房地产价格预期进入下行通道，受行业景气度影响，公司住房及商业地产项目或将面临较大的去化压力，中诚信国际将对公司项目的开发进度、物业去化及现金流回款情况保持密切关注。

物业经营、物业管理

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。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。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。

截至 2023 年 3 月末，公司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、广州动漫星城、深圳天河城等，物业形态包括商场和写字楼。其中，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在广东省外拓展的首个商业地产项目，项目位于天津四号线与三号线交汇处，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。番禺天河城购物中心位于广州市番禺区汉溪大道东路，于 2020 年 12 月 25 日开业。深圳天河城位于深圳粤海城北部土地及南部土地，其中位于北部土地的深圳天河城于 2022 年 12 月 24 日开业，而位于南部土地的深圳天河城仍然在建中；深圳天河城总建筑面积约为 18.6 万平方米（含停车场），其中已营运可出租商业面积约为 5.87 万平方米，南部土地购物中心预计可出租商业面积约为 4.33 万平方米。粤海金融中心为公司自行开发物业，定位为国际超甲级写字楼与开放体验式花园商业村落组成的城市综合体，自持部分总建筑面积约 23 万平方米。此外，公司还有少量工业厂房租赁收入。

表 14：近年来公司主要物业资产及运营情况（亿港元、%）

项目名称	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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	7.61	99.9	8.06	99.9	7.74	99.4	1.69	99.3
天津天河城购物中心	1.68	90.1	2.36	95.0	2.30	93.4	0.52	93.5
粤海天河城大厦	1.98	94.9	2.27	95.0	2.08	93.1	0.44	89.0
香港粤海投资大厦	0.55	95.5	0.52	92.5	0.49	95.8	0.12	90.0
番禺天河城购物中心	0.09	84.0	2.64	90.4	2.56	94.3	0.59	95.2
广州动漫星城	0.85	92.0	0.90	92.6	0.43	88.3	0.10	90.2
深圳天河城	-	-	-	-	0.04	85.2	0.18	93.2

合计	12.76	-	16.75	-	15.64	-	3.64	-
----	-------	---	-------	---	-------	---	------	---

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、收入已扣除营业税金，不包含物业管理费收入，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

公司物业管理业务由子公司粤海物业及其下属企业负责。截至 2023 年 3 月末，公司主要在管物业包括商业（含少量公寓）和住宅物业总面积为 351.69 万平方米，除南海天河城项目外均为公司自有物业，该业务运营整体较为平稳。

百货零售、酒店业

公司于广州及周边城市运营五间百货店，还经营了多层次、多品牌的酒店以服务不同客户的需求；近年来行业需求阶段性萎缩对百货零售和酒店业的冲击较大，后续恢复态势仍有待观察。

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 2023 年 3 月末，公司负责经营的百货商场有天河城百货店东圃百货店、奥体百货店、万博百货店和花都店共五间百货店；2020 年 4 月、2021 年 10 月及 2023 年 3 月，公司分别关停了东莞市的东莞百货店、佛山市南海区的南海百货店和广州市越秀区名盛百货店，2022 年 1 月新开设位于广州市花都区的花都店，目前公司经营的百货商场均位于广州市范围内，五间百货店的总租用面积约为 21.04 万平方米。

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门店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。2020 年以来百货零售业务遭受显著冲击，叠加收入确认方式的变动⁶，公司百货销售业务收入呈现大幅波动。

表 15：近年来公司百货零售业务情况（亿港元）

百货公司	2020	2021	2022	2023.1~3
天河城百货店	3.32	4.08	5.98	1.05
万博百货店	0.61	0.66	0.52	0.16
名盛百货店*	0.21	0.25	0.18	0.07
东圃百货店	0.70	0.92	0.75	0.18
奥体百货店	0.34	0.45	0.43	0.13
花都店	--	--	0.13	0.04
南海百货店*	0.01	0.004	--	--
东莞百货店*	0.01	--	--	--
合计	5.20	6.36	7.99	1.63

注：1、标*百货店已停业，其中东莞百货店、南海百货店、名盛百货店分别于 2020 年 4 月、2021 年 10 月和 2023 年 3 月停业；花都店于 2022 年 1 月开业；2、表格数据取自香港联交所上市公司粤海投资年报，根据联交所上市公司适用的相关准则，各期均以净额法确认百货零售业务收入，且表格内货币单位均为港元，故营业收入与粤海控股营业收入中百货销售收入有所不同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，粤海投资旗下的酒店管理团队共管理 21 间酒店，其中 18 间位于中国大陆，

⁶ 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 年公司仍执行上述收入确认法则；2021 年，百货销售收入改回以净额法确认收入，公司未追溯调整 2020 年该业务的收入及成本。

3 间位于中国香港。粤海投资拥有 6 间星级酒店（香港、珠海各 2 间，深圳、广州各 1 间）。公司其他下属企业另拥有 2 间酒店，均为星级酒店，分别位于上海及郑州。公司位于广州的五星级酒店粤海喜来登酒店于 2011 年 7 月开业，由其他酒店管理集团管理。2020~2022 年和 2023 年 1~3 月，粤海喜来登酒店的平均房价为 876 港元/间/日、904 港元/间/日、857 港元/间/日和 1,153 港元/间/日，同期平均入住率为 66.1%、74.8%、69.6%和 95.7%。近年来，公司酒店业收入波动较大，2022 年经营情况仍未能恢复到 2019 年水平，后续恢复态势仍有待观察。

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，拥有遍布全球的原料采购供应链，与国内各大啤酒集团有长期合作关系，业务竞争力很强，跟踪期内经营主体永顺泰已成功上市。跟踪期内，行业竞争导致马口铁产销量和营收同比下滑，但通过控制采购成本仍实现毛利率提升。

制造业为公司经营多年的核心业务之一，主要包括公司麦芽和马口铁的生产和制造。2019 年 9 月前，公司还通过原子公司粤海制革有限公司（证券代码为 01058.HK，以下简称“粤海制革”）经营制革业务，主要生产优质牛面革；公司已于 2021 年 9 月协议出让粤海制革控股权，该业务不再纳入公司合并范围。

麦芽业务由粤海永顺泰集团股份有限公司（以下简称“永顺泰”）经营，该业务在行业内地位较高，产销量常年居亚洲第一位，永顺泰已于 2022 年 11 月 16 日在深交所完成首发上市，股票代码为 001338.SZ。跟踪期内，永顺泰产销量、产能利用率、产销率、营收及盈利同比进一步提升。

表 16：近年来永顺泰麦芽业务经营情况

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
收入（亿元）	29.70	30.57	39.84	10.16
产能（万吨）	91.00	91.00	85.00	85.00
产量（万吨）	91.90	95.10	98.35	27.88
产能利用率（%）	100.99	104.51	115.71	123.00%
销量（万吨）	90.71	94.80	104.39	22.06
产销率（%）	98.71	99.68	106.14	79.11%

注：标*指标经过年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

永顺泰麦芽生产的主要原材料为大麦，**原材料采购**均为外购，且以进口为主，2020~2022 年，原材料进口比例分别为 93.06%、81.89%和 83.33%。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，2022 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 64.39%，集中度很高。**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。公司目前共拥有麦芽厂 5 家，分布在广州、宁波、宝应、昌乐及秦皇岛等地，截至报告日，总产能为 85 万吨/年（另有 10 万吨的广麦 4 期扩建项目、年产 13 万吨中高档啤酒麦芽项目已建成试运行）。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。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，2022 年，前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为 67.84%。

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”）和位于秦皇岛的全资子公司粤海中粤（秦皇岛）马口铁工业有限公司（以下简称“粤海中粤秦皇岛”）⁷，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，而生产基板的原材料为热轧板。公司马口铁业务所需基板由自产和外购提供；公司没有粗钢生产业务，自产基板所需热轧板均为外购。2021 年，公司马口铁基板以数量计算，自产和外购的比例分别约为 40.00%及 60.00%。外购原料的主要供应商为宝山钢铁股份有限公司及首钢集团有限公司，订货时以银行承兑汇票预付货款。2022 年及 2023 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 20.76 亿港元和 3.56 亿港元，占马口铁业务采购总额的 85.3%和 70.2%。

生产方面，公司采用以销定产的方式，截至 2023 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。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。跟踪期内行业竞争依旧激烈，受需求下降影响公司产、销量和产能利用率均下滑，但广南集团通过加强原材料采购供应链的管理控制采购成本，带动马口铁制造业务毛利率小幅提高。客户集中度方面，2022 年，公司马口铁业务对前五大客户的销售金额为 8.89 亿港元，占当期马口铁业务销售总额的 31.6%。

表 17：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	2020	2021	2022	2023.1~3
收入	21.16	31.23	28.16	5.39
产能	49.00	49.00	49.00	49.00
产量	30.77	31.99	28.80	6.30
产能利用率	62.80	65.29	58.78	51.43*
销售量	31.13	32.21	28.70	6.60
产销率	101.17	100.69	99.65	104.76

注：标*指标经过年化处理。

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，保持领先的行业地位；跟踪期内广南集团的马口铁生产产销量及产能利用率同比下滑，但通过控制原材料采购成本，仍实现了该业务毛利率

⁷ 2022 年 6 月 6 日，广南集团通过全资附属公司-广东粤海广南投资有限公司与 POSCO 及浦项（中国）投资有限公司签订股权转让协议，同意向 POSCO 及浦项（中国）投资有限公司购买其持有粤海中粤浦项合共 34%的股权。因此，粤海中粤秦皇岛成为广南集团的全资子公司。

小幅增长。但同时，公司制造业务易受行业竞争及经济景气等因素影响，同时部分原材料进口及产品出口外销受汇率波动影响较大。

产业园区及产业金融

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。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。

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，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。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。

公司主要承担银瓶创新区的园区厂房、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 2023 年 3 月末，公司在建项目⁸为银瓶创新区基础设施 PPP 项目，计划总投资 47.54 亿元，已完成投资 18.98 亿元。该 PPP 项目包括园区 7 条主干路、若干内部支路道路和市政工程基础设施的建设，已纳入广东省财政厅 PPP 项目库，并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 2023 年 3 月末，公司拟建产业园区主要有肇庆智慧新能源产业园，总建设规模 14.26 万平方米，总投资额 4.37 亿元。

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、投资管理和私募基金六个板块构成。非银行金融方面，粤海财务公司已取得财务公司金融牌照，主要以加强公司资金集中管理和提高公司资金使用效率为目的，为集团公司成员单位提供金融服务。截至 2023 年 3 月末，粤海财务公司服务存量成员单位（含分公司）246 家，其中存款单位 221 家，归集（含手工归集）账户数 250 个，并通过公司资金系统实现对集团体系内公司共 2,445 个账户进行监控。同期末，粤海财务公司资金归集规模超过 240 亿元，全口径资金集中度超过 49%，主要以存放同业款项和发放贷款等方式对成员单位存款进行管理。

表 18：近年来粤海财务公司主要运营指标

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资金归集规模（亿元）	124.28	221.77	239.26	242.08
全口径资金集中度（%）	41.83	64.82	54.12	49.71
存款总额（亿元）	124.28	221.77	239.26	242.08
其中：活期存款余额（亿元）	67.43	151.29	138.08	193.36

⁸ 截至 2023 年 3 月末，该项目中爱民大道、粤海大道、29 号路二标、大黎路项目、谢岗大道项目和 29 号路一标段已完工并移交政府；29 号路四标预算造价 0.8 亿元，已于 2022 年 8 月申请可用性移交，政府未下发可用性接受证书；在建道路项目为 29 号路的三标和五标，预算造价合计 1.18 亿元；银瓶创新区内道路已立项未建设，其他项目暂未立项。

日均存款余额（亿元）	71.46	97.22	139.19	145.83
存放同业款项余额（亿元）	91.09	187.84	154.71	141.91
证券投资余额（亿元）	5.01	5.02	9.28	13.13
贷款余额（亿元）	34.42	45.61	92.58	105.37

注：上表中粤海财务公司相关指标仍依照原《企业集团财务公司监管评级办法》（银保监办发[2019]8号）计算，暂未根据修订后的《企业集团财务公司监管评级办法》（金规〔2023〕1号）对各期数据进行调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产管理业务方面，子公司广东粤海资产经营有限公司、粤海资产管理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，具有一定的收购与处置不良资产的经验 and 能力。融资租赁业务方面，子公司广东粤海融资租赁有限公司主要采用售后回租、直接租赁等方式开展融资租赁业务。商业保理业务方面，子公司粤海商业保理有限公司为核心企业和集团成员单位及其产业链上下游企业提供供应链综合金融服务，提高集团供应链竞争力。上述各项业务规模不大，整体运营情况较为平稳。

表 19：近年来公司部分产业金融业务经营情况（万元）

业务名称	2020		2021		2022		2023.1~3	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
资产管理	2,733.44	5,638.65	7,920.73	76,177.97	15,611.90	40,371.54	4,506.92	3,390.26
融资租赁	1,509.76	1,151.40	12,677.70	6,335.85	23,958.48	13,145.88	7,993.18	3,504.16
商业保理	553.62	1,239.09	5,320.09	2,173.15	9,099.11	5,104.99	2,499.16	1,188.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还对广东省内企业进行股权投资。截至 2023 年 3 月末，公司主要股权投资余额 21.56 亿元，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广东食出宝金农业科技有限公司等，投资行业涵盖火力发电、供水、银行、食品、百货零售和科技等。除股权直投项目的投资管理外，公司于 2022 年 3 月注册成立广东粤海私募股权投资基金管理有限公司，该公司于同年 8 月取得中国证券投资基金业协会的私募股权、创业投资基金管理人资质。

表 20：截至 2023 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	投资比例
广东粤电靖海发电有限公司	81,971.35	68,707.46	25.00%
肇庆市肇水水务发展有限公司*	33,069.00	38,553.94	45.00%
江河港武水务（常州）有限公司	7,110.00	25,658.70	30.00%
广东永旺天河城商业有限公司	8,004.15	11,811.40	35.00%
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	1,779.13	13.21%
广东食出宝金农业科技有限公司（原广东省紫金县宝金畜牧有限公司）	12,758.09	18,209.82	34.00%
广东水电二局股份有限公司	1,068.10	1,495.77	0.13%
广东粤东城际铁路有限公司	49,400.00	49,400.00	18.47%
合计	197,207.57	215,616.22	--

注：粤海控股子公司广东粤海水务股份有限公司已于 2023 年 6 月转让肇庆市肇水水务发展有限公司 15.00% 股权并完成工商变更登记，现粤海控股对该公司持股比例已调整为 30.00%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，跟踪期内公司业务仍以资本投资为主业，主要投向水务及环境治理、城市建设运营、现代农业及产业金融等领域，业务涉及公用事业及基础设施、制造业、房地产、酒店、物业管理、零售批发、金融等行业，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；城市建设运营产业中物业投资管理、

百货零售等可产生较为稳定的现金流入；制造业中麦芽业务方面处于行业领先地位，公司多个业务保持明显的竞争优势。

财务风险

中诚信国际认为，粤海控股的财务风险很低，主要体现在其资本实力强劲，资产质量优良，核心业务收入质量较好；集团对下属各业务板块管控能力强，有较为完善的风险控制、资金归集和资金余缺管理机制，内部资源调度能力很强。但值得关注的是，跟踪期内集团合并口径债务总额持续攀升，经营获现能力对债务利息支出的覆盖能力趋向弱化；集团母公司财务杠杆水平较高，财务弹性有待改善。

资本实力与结构

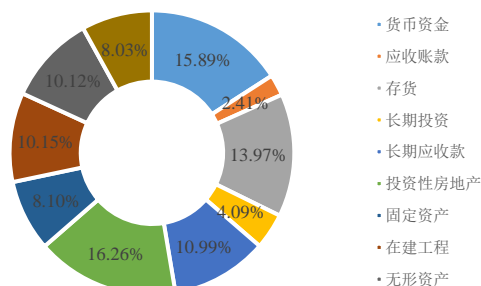
公司的战略地位突出，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，加之以收并购强化业务布局，资产规模保持增长趋势；公司资产中特许经营权和优质物业占比较高，较多核心资产由旗下上市公司负责运营，资产证券化程度高，资产收益性和流动性较好，但净债务和财务杠杆率持续上升，短债占比波动较大，需关注未来公司资本结构和债务期限结构的变化。

作为广东省在境外规模最大的省属企业、广东省属首家国有资本投资公司改革试点企业和全国国有企业“双百行动”综合改革试点企业，公司地位重要。跟踪期内，公司匹配政府战略，服务于省内国企改革和产业发展，在省内重大水资源项目建设、省内外城市供水和污水处理产能扩增以及各类城市综合体的开发和运营等方面保持了较大的投资力度，资产规模保持快速增长态势。截至 2023 年 3 月末，公司总资产为 2,476.08 亿元，较 2022 年初增加 412.06 亿元，期间增幅为 19.96%，主要是货币资金、水务业务相关特许经营权、重大在建工程投入和自持物业的增加。

跟踪期内，公司仍以水务及环境治理、城市建设运营、现代农业及产业金融等领域为主要投向，并以其中水务及环境治理、物业销售和麦芽及马口铁制造为核心业务。公司资产主要包括上述业务形成的供水特许经营权、重大水资源项目及水务 BOT/PPP 项目投资、购物中心房产及出租物业、住房和商业地产开发成本及相关土地储备，以及制造业相关存货。公司资产中特许经营权和核心区域优质物业的占比较高，可为公司带来稳定增长的营业收入和较好的经营性收益，资产收益性好，但需关注房地产市场下行背景下公司物业的去化压力。公司核心业务的投资金额大、回报周期长，但各项业务形成的资产已有较大比例纳入了下属各上市公司中，资产证券化程度高，短期内变现能力较强，同时，跟踪期内公司持有的未受限货币资金保持增长，货币资金较为充裕，资产流动性较好。

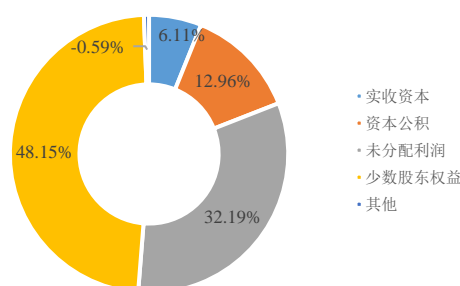
近年来，受益于政府支持和公司项目收购及合作的推进，公司所有者权益保持逐年增长，2022 年以来公司所有者权益已增长超过 100 亿元。公司在水务业务经营等方面得到政府的重点支持，享有自 2000 年 8 月起对港、深、莞共计为期 30 年供水特许经营权，持续获得政府专项债券资金和其他项目建设资金注入，并于 2020 年 6 月接收水电设计院股权，具有较强的区域及业务垄断性。2022 年，公司按照上级部门安排接收或移交资产、接受注入或退回项目资本金，相应净增加资本公积 17.54 亿元。公司少数股东权益主要系并表水务运营主体的少数股东权益，以及重大原水项目中各级政府的出资，近年来随着相关业务推进而相应增加，截至 2023 年 3 月末，公司少数股东权益较 2022 年初增加 46.73 亿元。预计未来政府将持续向公司拨付资金及划转资产，随着新建及

续建项目各出资方的持续投入，水资源业务产能收购的持续推进，以及各类项目合作的持续拓展，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将保持强劲。

图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况


注：长期投资包括债权投资、长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产。

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况


注：其他中包括其他综合收益-7.37 亿元。

资料来源：公司报表，中诚信国际整理

公司负债由有息债务、应付工程和资产购置款、各类预收款项和合同负债构成。受公司水务及环境治理业务和商品房销售业务资金需求扩大影响，跟踪期内公司保持较大的举债规模，2023 年 3 月末公司净债务较 2022 年初增长 212.75 亿元，财务杠杆也相应上升。由于公司各核心业务仍保持扩张态势，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将保持增长，公司财务杠杆率预计将持续攀升。

表 21：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总资产	1,508.75	2,064.02	2,372.89	2,476.08
非流动资产占比	65.36	61.89	63.72	63.85
所有者权益合计	747.30	864.81	953.93	971.99
净债务	172.61	382.54	538.08	595.29
资产负债率	50.47	58.10	59.80	60.74
总资本化比率	36.80	44.18	48.21	50.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量较好，核心业务经营获现能力稳定，跟踪期内公司购地支出显著缩减，带动经营活动净现金流同比回升，公司仍保持较大的投资力度，经营发展对外部融资存在较强依赖性，需持续关注房市景气度、资本市场环境及融资监管政策变化对公司的影响。

公司收入来源的多元化程度很高，跟踪期内水、电、公路，物业租售，马口铁及麦芽产销等主要经营性业务的获现情况良好，2022 年收现比为 1.04，同期公司物业销售业务购地节奏显著放缓，购地支出同比大幅下降，经营活动净现金流同比回升。考虑到 2021 年下半年以来，广州市及周边珠三角地市商品房销售面积大幅回落、去化周期显著拉长，公司物业销售业务面临较大挑战，需关注房市低迷对公司经营获现能力的影响。

除通过投资和收回理财产品进行现金管理外，公司近年来在项目建设和并购方面的投资力度较大，跟踪期内公司投资活动现金流呈现大幅净流出状态，净流出额同比大幅增长至 135.42 亿元。

根据其自身发展计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动现金净流出较大，近年来经营活动净现金流大幅波动，加之债务偿还金额逐年快速增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求，近年来筹资节奏显著加快，净融资规模持续攀升。公司主要依赖于银行借款、债券发行和政府专项债券来弥补资金缺口，近年来债券发行中超短期融资券等短期工具使用较为频繁，需持续关注资本市场环境及融资监管政策变化。同时，受益于股东的持续支持，2022 年以来公司吸收投资收到的现金合计 50.56 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金，可以覆盖资金缺口，并保持较大规模的现金及现金等价物净增加额。

表 22：近年来公司现金流情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	52.57	19.36	48.69	1.56
投资活动产生的现金流量净额	-95.44	-88.18	-135.42	-61.08
筹资活动产生的现金流量净额	78.83	111.83	138.79	88.75
现金及现金等价物净增加额	35.17	42.52	53.40	29.00
收现比（X）	0.97	1.00	1.04	1.01

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内公司债务规模持续增长，债务余额及各期增量仍以长期债务为主，债务结构较为合理；2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流均能覆盖债务支出。

近年来公司债务规模持续增长，债务总量及增量仍以长期债务为主，各期平均融资成本维持在较低水平。一方面，公司可获得长周期、低成本的项目贷款和政府专项债券，并成功发行较长周期的公募债券，股权直融渠道亦较为畅通。另一方面，公司短期借款余额呈持续上升态势，短债占比在各财务报告时点呈现一定的波动。截至 2023 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 23.18%，仍有超过五成债务在 2027 年及以后到期，债务结构较为合理，与公司业务特征相匹配。

随着公司经营活动净现金流的回升，2022 年公司经营性现金流对利息支出的覆盖能力有所改善，同期 EBITDA 保持增长态势，EBITDA 仍保持对债务利息支出较强的保障能力。

表 23：近年来公司偿债能力指标

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务（亿元）	435.16	684.55	887.96	974.03
短期债务/总债务（%）	24.92	15.73	18.47	23.18
EBITDA（X）	94.37	123.31	136.50	-
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	6.80	5.59	5.50	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	3.79	0.88	1.96	0.21

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

风控及资源协调能力

跟踪期内公司风控及资源协调能力未发生显著变化，公司对下属企业的管控能力很强，集团建立了全面风险管理体系和有效的内部余缺资金管理和资源调度机制，粤海财务公司资金集中度较高，内部资源调度能力强。

粤海控股对下属各级公司均保持了较强的管控能力，自成立以来严格执行《广东粤海控股集团有限公司董事会禁令》等管理制度，保证二级公司主要负责人，以及集团系统各级公司的财务总监（副财务总监）由集团委派，并对本公司董事长、总经理和上一级财务总监负责并汇报工作。集团下属上市公司保留其经营及财务独立性，但对所有投资性支出、新增借款、贷款或担保，在上市公司董事会讨论前，集团及其下属公司委派的董事，必须将拟表决的内容向集团董事会报告，并按照集团董事会的决议在本级公司董事会发表意见。上市公司以外的其他公司，除集团相关制度另有规定的依该等规定办理外，其投融资相关决策一律须经其本级公司董事会同意并逐级上报至集团董事会或其授权的专门委员会批准后方可办理。

粤海控股建立了较为完善的全面风险管理体系，全面覆盖各级运营企业的各项业务和管理活动，针对重要业务与事项、高风险领域与环节采取严格的管理措施，严控投资、财务、运营、廉洁等风险。其全面风险管理组织体系包括集团董事会、经营班子、风险管理统筹部门、内部审计监督部门、其他职能部门及各下属企业。集团董事会内设风控委，负责研究审议全面风险管理有关事项并提出意见和建议，供董事会决策参考；集团经营班子负责组织全面风险管理体系的日常运行；集团本部设有法务风控部，负责落实集团风险管理工作目标和责任，检查、督促、指导各职能部门和下属企业开展风险管理工作。

粤海控股建立了较为有效的内部余缺资金管理和资源调度机制。粤海控股在集团总部、各级附属公司及工程建设指挥部实施全面预算管理⁹，并通过粤海财务公司、资金结算中心等机构对各公司资金进行集中管理，调剂资金内部余缺，发挥资金规模优势，提高资金使用效率和效益。如前所述，粤海财务公司负责对集团资金实行集中管理，并以借贷形式调剂内部资金余缺，为集团及下属公司提供交易款项收付、内部转账等结算服务，承接集团交办的资金事项，跟进集团财务部委托办理的资金事项。除通过粤海财务公司实现资金调度外，公司融资租赁和商业保理等产业金融板块运营主体也可以依照相关审批流程为系统内企业提供金融服务。此外，集团或下属公司的高风险担保事项由集团董事会审批，其余担保业务结合底层业务属性按权限审批，截至 2023 年 3 月末，粤海控股系内公司之间担保余额合计为 68.64 亿元。

母公司财务弹性

母公司货币资金储备充裕，融资渠道畅通，具备较高资本市场认可度；但母公司承担了集团体系内大量直接债务融资工作，因而财务杠杆水平偏高，财务弹性有待改善。

粤海控股为长期公开发债企业，具备较高资本市场认可度，银企关系良好，融资渠道畅通，再融资能力很强。截至 2023 年 3 月末，母公司账面货币资金为 149.39 亿元，约占合并口径货币资金余额的 37.96%，资金储备较为充裕。母公司无营业收入，其利润主要来源于投资收益，除承担投资控股及总部管理职能外，还负责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主要为母公司发行。同期末，母公司个别口径总债务及短期债务分别为 323.25 亿元和 132.90 亿元，占合并口径总债务和短期债务的比重分别为 33.19%和 58.86%，母公司短期债务中包括公司发行的全部 80 亿元超短期融资券。同期末，母公司口径总资本化比率达 69.83%，短期债务/总债

⁹ 建议体系内上市公司及其附属公司参照集团管理，并遵从属地证监条例、上市规则和上市公司的有关规定，制定相应管理办法。

务达 41.11%，较 2022 年初分别增加 11.02 个百分点和 25.53 百分点，母公司的财务杠杆水平和短期债务占比均已处于高位，且显著高于公司合并口径水平，财务弹性有待改善。

表 24：近年来母公司主要财务指标

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金（亿元）	27.25	51.27	74.09	149.39
总债务（亿元）	162.43	193.63	243.92	323.25
净债务（亿元）	135.19	142.36	169.83	173.85
短期债务/总债务（%）	21.02	15.58	21.96	41.11
总资本化比率（%）	54.99	58.80	62.54	69.83
投资收益（亿元）	39.77	9.13	12.23	1.16

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 441.87 亿元，占总资产比重为 17.85%，主要包括受限货币资金、用于借款抵质押的存货、投资性房地产项目收益权和特许经营收益权。公司受限资产较 2021 年末增加近一倍，主要系用于借款抵押的存货同比增加约 100 亿元，但受限资产占比仍不高，存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额 44.22 亿元，对外担保金额相对较小，主要为对公司物业买方提供的按揭担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 3 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹⁰

假设

- 2023 年，公司仍作为广东省国有资本投资公司，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司营收保持增长势头，但增速有所放缓；各核心业务板块中，水务及环境治理业务和制造业务的收入及盈利水平将较以前基本稳定，物业销售业务收入保持较快增速，但利润空间收窄。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 210~230 亿元，股权类投资规模在 60~80 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2022 年净增权益类融资 100~120 亿元、债务类融资 300~350 亿元。

预测

表 25：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资产收益率（%）	5.69	4.83	3.73~4.12
总资本化比率（%）	44.18	48.21	49.67~54.90

¹⁰ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

EBITDA 利息保障倍数 (X)

5.59

5.50

3.01~3.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流有所下降但仍保持流入状态，2023 年 3 月末公司可动用账面资金为 356.91 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，公司银行授信总额为 4,245.90 亿元，尚未使用授信额度为 3,700.68 亿元，备用流动性充足。此外，广东省经济基础好，区域内企业流动性相对宽裕，有一定企业间临时拆借资金的空间；公司作为广东省在境外规模最大的省属企业和广东省属国有资本投资公司改革试点企业，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要为水务业务产能布局和城市运营板块各类物业的建设，资金需求约 300 亿元。同时，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务为 220~230 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 24.83 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析¹¹

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为省属国有企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善。

环境方面，公司的水务、供电、制造等生产类业务可能会面临一定环境风险，对此，公司在安全环保生产及生态环境保护方面投入力度较大。截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，并在抗旱保供、乡村振兴等方面履行了国企社会责任。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，粤海控股内控及治理结构较健全，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场¹²中信息披露较为及时，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

¹¹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹² 粤海控股每年均发布其《社会价值报告》(或《社会责任报告》)，旗下三家香港联交所上市公司粤海投资、广南集团和粤海置地控股均已根据相关交易所证券上市规则附录 27《环境、社会及管治报告指引》的相关规定，编制并发布了各自 2022 年度环境、社会及管治报告。

外部支持

广东省经济财政实力长期居全国首位，对公司的支持能力很强；同时公司作为广东省国有资本投资公司，具有重要战略地位，广东政府对公司的支持意愿很强。

广东省为中央财政净上缴的经济大省，自 1989 年以来连续 33 年经济总量位居全国第一，2022 年地区生产总值（GDP）达 12.91 万亿元，整体经济发展水平很高，财政实力持续增长，2021 年已率先完成“全域无隐债”试点，外部融资环境好。广东省具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力，对公司的支持能力很强。公司控股股东和实际控制人均为广东省人民政府，且公司作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，具有重要战略地位，与地方政府关系紧密。公司在水务业务经营等方面得到政府的重点支持，并享有东深供水工程特许经营权，持续获得政府专项债券资金、其他项目建设资金和股权资产注入。综上，广东省政府对公司的支持意愿很强。

同行业比较

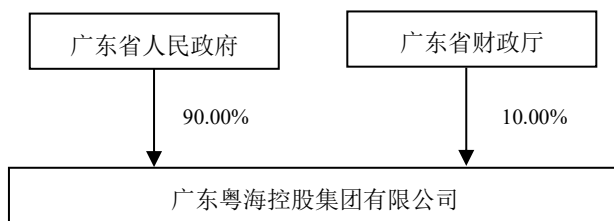
中诚信国际选取了北控集团、首创集团和越秀集团作为粤海控股的可比公司。其中，北控集团和首创集团均为北京市重要的国有企业集团，北控集团业务涵盖燃气、水务、啤酒生产和固废处理，首创集团核心业务包括水务、环保和地产，越秀集团是广州市属国有企业集团，核心业务包括金融、房地产、交通基建和食品生产加工。上述三家公司除了在业务发展和财务实力方面与粤海控股具有较高的可比性外，北控集团、首创集团与公司在核心业务布局上有相似性，且越秀集团与公司均以粤港澳大湾区为优势展业区域。

中诚信国际认为，粤海控股核心业务涉及水务、房地产和制造业等多种行业，其水务业务运营实力很强，其房地产和制造业务在区域内或细分行业内有一定的竞争优势，但整体而言运营实力相对一般，综合看，粤海控股的业务风险在同行业比较中处于中等水平。财务风险方面，与可比公司相比，公司资本实力处于中等水平，财务杠杆率相对较低，盈利水平也优于可比公司，公司与可比公司均有完善的风控措施和有效的资源调度机制，整体看其财务风险在同行业比较中处于较低水平。综合考虑政府及股东的支持，最终四者主体信用等级处于同一档次。

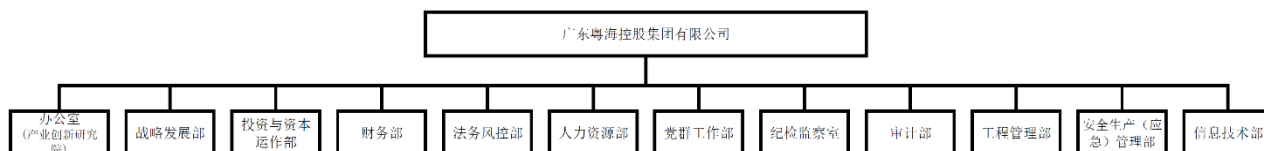
评级结论

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“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”、“20 粤海 MTN002”、“21 粤海 MTN002”和“21 粤海 MTN003”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 2023 年 3 月末）



子公司全称	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	70.59
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
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	51.00
粤海永顺泰集团股份有限公司	永顺泰	51.52
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	98.00
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
广东粤海私募股权投资基金管理有限公司	粤海基金	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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,698,083.36	3,141,699.38	3,650,783.47	3,935,682.97
应收账款	307,650.27	371,245.20	509,871.03	596,483.75
其他应收款	369,710.11	148,055.88	152,060.11	157,174.61
存货	1,267,186.23	3,426,439.93	3,470,559.01	3,458,130.58
长期投资	518,503.72	698,231.23	916,057.03	1,011,673.60
固定资产	1,191,884.64	1,595,247.69	1,953,540.45	2,006,063.25
在建工程	1,046,830.50	1,737,579.74	2,312,947.46	2,512,272.93
无形资产	1,740,113.17	2,209,184.43	2,526,892.58	2,505,375.15
资产总计	15,087,492.04	20,640,158.29	23,728,890.59	24,760,774.82
其他应付款	849,248.00	1,745,651.67	1,036,236.04	1,040,561.02
短期债务	1,084,597.60	1,077,107.18	1,640,352.23	2,257,821.10
长期债务	3,266,981.86	5,768,422.34	7,239,232.89	7,482,438.94
总债务	4,351,579.46	6,845,529.52	8,879,585.12	9,740,260.04
净债务	1,726,093.78	3,825,448.23	5,380,758.61	5,952,931.73
负债合计	7,614,513.70	11,992,036.05	14,189,570.35	15,040,834.28
所有者权益合计	7,472,978.34	8,648,122.24	9,539,320.24	9,719,940.53
利息支出	138,831.73	220,550.62	248,347.31	74,448.06
营业总收入	3,149,879.74	3,939,652.74	4,377,268.83	1,118,493.39
经营性业务利润	422,875.87	726,809.80	689,482.68	161,148.05
投资收益	37,349.16	98,592.30	31,714.97	6,807.91
净利润	434,471.30	648,674.04	671,727.05	109,365.29
EBIT	765,540.34	1,015,568.12	1,072,599.79	--
EBITDA	943,671.67	1,233,129.39	1,364,973.77	--
经营活动产生的现金流量净额	525,690.47	193,579.60	486,904.79	15,631.48
投资活动产生的现金流量净额	-954,443.09	-881,757.74	-1,354,224.53	-610,810.42
筹资活动产生的现金流量净额	788,329.51	1,118,337.49	1,387,929.57	887,500.77
财务指标	2020	2021	2021	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	39.66	37.47	34.70	38.51
期间费用率(%)	22.49	15.40	15.82	20.95
EBIT 利润率(%)	24.41	25.88	24.61	--
总资产收益率(%)	5.07	5.69	4.83	--
流动比率(X)	1.58	1.59	1.54	1.46
速动比率(X)	1.20	0.90	0.92	0.89
存货周转率(X)	1.49	1.05	0.83	0.79
应收账款周转率(X)	10.19	11.56	9.89	8.06
资产负债率(%)	50.47	58.10	59.80	60.74
总资本化比率(%)	36.80	44.18	48.21	50.05
短期债务/总债务(%)	24.92	15.73	18.47	23.18
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.06	-0.02	0.01	-0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.22	-0.15	0.06	-0.08
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	3.79	0.88	1.96	0.21
总债务/EBITDA(X)	4.61	5.55	6.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.87	1.14	0.83	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.80	5.59	5.50	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	5.51	4.60	4.32	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.08	0.06	-0.02

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款、其他非流动负债和其他流动负债中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

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）	2020	2021	2021	2023.3/2023.1~3
货币资金	272,453.32	512,705.05	740,935.34	1,493,941.67
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	175,554.70	251,124.11	518,525.91	712,788.99
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,204,766.45	2,360,727.50	2,648,334.25	2,637,828.45
固定资产	408.95	627.38	1,153.35	1,096.41
在建工程	--	--	--	--
无形资产	359.47	875.64	1,263.19	1,204.43
资产总计	3,507,256.95	4,226,887.10	4,961,380.69	5,900,999.16
其他应付款	549,822.15	930,775.90	1,036,544.07	1,268,973.84
短期债务	341,458.44	301,666.38	535,738.82	1,328,991.37
长期债务	1,282,883.61	1,634,617.23	1,903,500.00	1,903,500.00
总债务	1,624,342.05	1,936,283.61	2,439,238.82	3,232,491.37
净债务	1,351,888.74	1,423,578.56	1,698,303.48	1,738,549.70
负债合计	2,177,641.66	2,870,372.16	3,500,543.10	4,504,261.92
所有者权益合计	1,329,615.29	1,356,514.95	1,460,837.59	1,396,737.24
利息支出	46,850.03	63,569.73	73,931.93	16,917.24
营业总收入	0.00	0.00	5,423.04	0.00
经营性业务利润	-360,555.04	-82,828.54	-69,316.39	-75,651.15
投资收益	397,663.41	91,316.11	122,303.93	11,550.80
净利润	37,077.32	7,988.54	52,871.28	-64,100.35
EBIT	83,958.40	71,390.19	127,586.57	--
EBITDA	84,184.24	72,012.73	130,624.60	--
经营活动产生的现金流量净额	144,197.81	234,143.70	-9,818.96	41,659.15
投资活动产生的现金流量净额	140,170.69	-230,341.89	-4,201.56	4,892.23
筹资活动产生的现金流量净额	-19,674.76	236,449.92	242,250.82	706,454.95
财务指标	2020	2021	2021	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBIT 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	2.39	1.85	2.78	--
流动比率(X)	0.76	0.62	0.79	0.85
速动比率(X)	0.76	0.62	0.79	0.85
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	62.09	67.91	70.56	76.33
总资本化比率(%)	54.99	58.80	62.54	69.83
短期债务/总债务(%)	21.02	15.58	21.96	41.11
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.06	0.09	-0.09	0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.29	0.57	-0.39	0.05
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍 数(X)	3.08	3.68	-0.13	2.46
总债务/EBITDA(X)	19.30	26.89	18.67	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.24	0.24	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.80	1.13	1.77	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.79	1.12	1.73	--
FFO/总债务(X)	-0.22	-0.04	-0.09	0.02

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含母公司其他流动负债中的带息债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
		营业毛利率
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn