



广东粤海控股集团有限公司

2024 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[2024]跟踪 1142 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 24 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 MTN003” AAA

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。

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很高，与广东省政府维持高度的紧密关系。粤海控股业务多元化程度较高，核心业务竞争优势明显，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，需关注物业去化压力加大、待售及自持物业面临减值、期间费用攀升导致公司 2023 年净利润和总资产收益率同比大幅下滑，公司资本性支出规模较大，债务规模增长较快，母公司财务杠杆偏高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。

可能触发评级上调因素：不适用。

调级因素

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，促进粤港澳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、食品生物及产业投资等领域，业务多元化程度很高。其中水务及环境治理业务具有区域及业务垄断性，2023年以来持续强化供水和污水处理领域的项目布局，麦芽业务处于行业领先地位，上述核心业务竞争优势明显，2023年公司主营业务保持了30%以上的毛利率水平。
- 对内资源调度能力和对外融资能力强。**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

- 跟踪期内净利润和总资产收益率同比大幅下滑。**由于房地产市场仍待筑底回稳，2023年以来公司已停止拿地，但其在建在售项目体量和去化压力较大。跟踪期内，市场以价换量特征明显，公司物业销售板块营收规模同比回落，毛利率水平大幅下滑，部分物业存在减值迹象，该板块对公司的盈利贡献显著削弱。此外，2023年公司期间费用攀升，叠加待售物业计提存货跌价损失、自持物业公允价值变动收益下降的影响，公司净利润及总资产收益率同比大幅下滑，其盈利水平或将持续承压。
- 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，

考虑到房市下行背景下公司项目去化周期拉长，需对公司资本支出压力予以关注。

- **债务规模增长较快，母公司财务弹性仍有待改善。**近年来，公司保持较大的举债规模，截至2024年3月末，公司净债务较2023年初增长188.80亿元，财务杠杆也相应上升。粤海控股母公司承担了集团体系内主要的直接债务融资工作，截至2024年3月末，母公司口径总资本化比率达74.19%，财务杠杆水平已处于高位，财务弹性有待改善。

项目负责人：张赛一 sy়zhang@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	2,064.02	2,372.89	2,497.81	2,601.42
所有者权益合计（亿元）	864.81	953.93	991.20	1,002.56
负债合计（亿元）	1,199.20	1,418.96	1,506.61	1,598.86
总债务（亿元）	684.55	887.96	951.27	1,072.47
营业总收入（亿元）	393.97	437.73	447.28	103.99
净利润（亿元）	64.87	67.17	22.19	8.16
EBIT（亿元）	101.56	107.26	70.66	20.17
EBITDA（亿元）	124.14	136.50	102.89	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	19.36	48.69	93.49	25.68
营业毛利率（%）	37.47	34.70	33.41	35.56
总资产收益率（%）	4.92	4.83	2.90	3.16
EBIT 利润率（%）	25.88	24.61	15.86	19.48
资产负债率（%）	58.10	59.80	60.32	61.46
总资本化比率（%）	44.18	48.21	48.97	51.68
总债务/EBITDA（X）	5.51	6.51	9.25	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.63	5.50	3.18	--
FFO/总债务（X）	0.08	0.06	0.05	--
粤海控股（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	422.69	496.14	468.59	585.85
所有者权益合计（亿元）	135.65	146.08	131.94	124.43
负债合计（亿元）	287.04	350.05	336.65	461.41
总债务（亿元）	193.63	243.92	233.18	357.74
营业总收入（亿元）	0.00	0.54	0.09	0.00
净利润（亿元）	0.80	5.29	-7.15	-7.50
EBIT（亿元）	7.14	12.76	0.29	-5.58
EBITDA（亿元）	7.36	13.06	0.41	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	23.41	-0.98	7.67	0.38
营业毛利率（%）	--	--	--	--
总资产收益率（%）	1.85	2.78	0.06	-4.23
EBIT 利润率（%）	--	--	--	--
资产负债率（%）	67.91	70.56	71.84	78.76
总资本化比率（%）	58.80	62.54	63.86	74.19
总债务/EBITDA（X）	26.32	18.67	572.30	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.16	1.77	0.06	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.09	-0.16	--

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 2021~2022 年度审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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。

● 同行业比较（2023 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）	991.20	1,276.81	637.71	1,608.36
总资产收益率（%）	2.90	3.44	2.95	1.62
总资本化比率（%）	48.97	62.84	78.41	71.34
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	2.18	2.66	1.78	1.98

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、盈利水平、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。

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

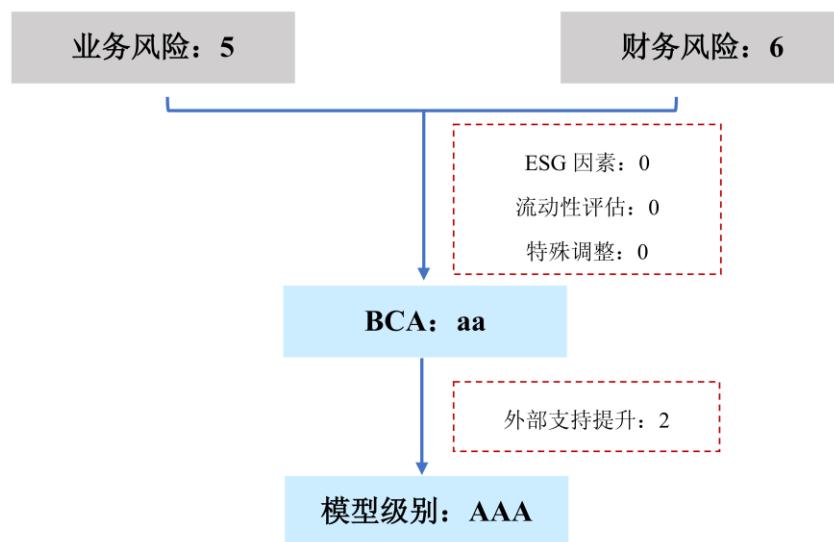
● 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/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	2023/06/28 至 本报告出具日	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	2023/06/28 至 本报告出具日	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	2023/06/28 至 本报告出具日	10/10	2020/07/29~ 2025/07/29	--
21 粤海 MTN003	AAA	AAA	2023/06/28 至 本报告出具日	10/10	2021/08/19~ 2026/08/19	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
粤海控股	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/28 至本报告出具日

● 评级模型

广东粤海控股集团有限公司评级模型打分(C210200_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 广东省政府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, 具备极高的重要性及与政府的关联性。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。

方法论: 中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2024_02

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

我国人均水资源不足且区域分布不均衡，近年来地表水质污染有所减轻，但北方区域水质较南方仍差；国家颁布治理监管措施和水安全保障规划，促进国家水资源保障能力提升。供水行业整体处于成熟期，用水效率和效益持续提升。污水处理行业快速发展，但现状与实现高质量发展目标还存在差距，2023 年相关政策颁布进一步提升我国污水处理设施的保障能力和服务水平。我国水价处于较低水平且各地差异较大，2024 年自来水价格上调周期有望全国展开。“十四五”期间，随着进一步落实价格机制改革，顺价后相关企业盈利能力有望提升。

详见《中国水务行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10915?type=1>

2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。

详见《房地产行业特别评论，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，广东省是我国第一经济大省，政治经济地位重要，经济财政实力极强，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

广东省是我国第一经济大省，经济财政实力强劲，近年来广东省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至 13,279.73 亿元，2023 年广东省一般公共预算收入实现 13,851.30 亿元，同比增长 4.30%；政府性基金收入虽是广东省地方政府财力的重要补充，但受房地产市场调整影响，近年来政府性基金收入呈下滑趋势，2023 年进一步下降至 4,501.52 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，同时区域内企业融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 1：近年来广东省地方经济财政实力（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
GDP	124,369.67	129,118.58	135,673.16
GDP 增速	8.00	1.90	4.80
固定资产投资增速	6.30	-2.60	2.50
一般公共预算收入	14,105.04	13,279.73	13,851.30
税收收入	10,784.32	9,285.22	10,242.55
一般公共预算支出	18,247.01	18,509.93	18,510.90
政府性基金收入	8,491.91	5,196.19	4,501.52
税收收入占比	76.46	69.92	73.95
公共财政平衡率	77.30	71.74	74.83

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

运营实力

中诚信国际认为，近年来，粤海控股保持了较好的业务状况，公司业务多元化程度很高。其中供水业务运营实力很强，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、资源优势持续强化供水和污水处理领域的项目布局。受行业景气度影响，跟踪期内公司已停止拿地，存量项目面临较大的去化压力，市场以价换量特征明显，公司待售物业面临减值风险，需对公司的开发进度、物业去化及现金回流情况保持密切关注。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；马口铁业务具备一定规模经济优势，近年来其产销量有所回落，广南集团通过控制采购成本维持了毛利水平的相对稳定。但同时，也需要关注行业竞争、经济景气和汇率波动等因素对制造业务带来的不利影响。

根据公司战略规划、主业核定和业务发展情况，公司主营业务涵盖水务环境、城建运营、食品生物以及产业投资等板块，包括供水、物业销售和经营管理、麦芽和马口铁的制造与销售¹、鲜活食品、金融业务、工业地产、电力、公路、百货零售、酒店业和粉末冶金。其中，供水业务是公司最具竞争力的核心业务板块，马口铁、麦芽以及鲜活食品业务也是公司自在港“窗口企业”时期起长期经营的核心业务，近年来物业销售业务已形成一定规模，成为对公司营收、利润和经营性现金流贡献度较高的核心业务。

供水业务，公司供水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，截至 2024 年 3 月末，公司原水供应能力共计 2,148.40 万吨/日，城乡供水能力共计 1,149.46 万吨/日，污水处理能力共计 267.49 万吨/日。2023 年，剔除 BOT 项目会计核算方式²的影响后，公司原水供应业务和污水处理业务收入均保持同比上升，城市供水业务收入小幅回落。

表 2：近年来公司供水业务收入情况（亿元）

项目	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	88.72	44.38%	79.50	39.61%	73.34	39.94%	18.92	44.08%
其中：对港	40.03	20.02%	42.43	21.14%	45.15	24.59%	12.71	29.61%
对深	11.41	5.71%	11.03	5.50%	10.35	5.64%	2.81	6.55%
对莞	2.26	1.13%	1.91	0.95%	1.95	1.06%	0.46	1.07%
对骆马湖	1.84	0.92%	1.95	0.97%	1.97	1.07%	0.48	1.12%
对盐城	3.28	1.64%	3.27	1.63%	3.23	1.76%	0.76	1.77%
其他	29.90	14.96%	18.91	9.42%	10.69	5.82%	1.71	3.98%
城市供水业务	67.16	33.59%	71.37	35.56%	60.03	32.69%	12.12	28.24%
污水处理业务	26.71	13.36%	29.64	14.77%	22.80	12.42%	3.99	9.30%
勘测设计业务	13.76	6.88%	15.29	7.62%	16.10	8.77%	4.3	10.02%
其他业务	3.57	1.79%	4.91	2.45%	11.36	6.19%	3.59	8.36%
合计	199.92	100.00%	200.71	100.00%	183.63	100.00%	42.92	100.00%

注：1、“其他业务”包括飞来峡水利枢纽、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

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。

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。

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 3：近年来公司原水供应、城市供水收入、污水处理及其中 BOT 建造收入确认情况（亿元）

项目	业务类型	2021	2022	2023	2024.1-3
水务业务收入	原水供应业务	88.72	79.50	73.34	18.92
	城市供水业务	67.16	71.37	60.03	12.12
	污水处理业务	26.71	29.64	22.80	3.99
小计		182.59	180.51	156.17	35.03
BOT 项目建造收入	原水供应业务	28.36	15.38	5.76	0.32
	城市供水业务	15.20	15.75	9.02	0.15
	污水处理业务	22.27	16.30	7.42	0.15
小计		65.83	47.43	22.20	0.62
水务业务收入（剔除 BOT 建造收入影响）	原水供应业务	60.36	64.12	67.58	18.60
	城市供水业务	51.96	55.62	51.01	11.97
	污水处理业务	4.44	13.34	15.38	3.84
小计		116.76	133.08	133.97	34.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2024 年 3 月末公司供水业务产能情况

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）	1,099.4	1,049.00	2,148.40
城乡供水能力（万吨/日）	749.06	400.40	1,149.46
污水处理能力（万吨/日）	209.49	58.00	267.49
合计	2,057.95	1,507.40	3,565.35

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，公司原水供应收入整体保持稳定增长。公司原水供应业务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。2023 年 12 月 27 日，香港特区政府与广东省政府签订了新的供水协议，以落实 2024 年至 2026 年供水安排，协议为期三年，由 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日。按照新协议，购水价格采用“统包扣减”方式计算，2024 年、2025 年及 2026 年按 8.2 亿吨供水量约定基本水价分别为 51.3624 亿港元、52.5900 亿港元及 53.8469 亿港元，根据港方每年节约的供水量扣减基本水价，2024 年、2025 年及 2026 年扣减单位水价金额分别为 0.315 港元/吨、0.323 港元/吨、0.331 港元/吨。供水协议约定，每年实际供水量不得低于 6.15 亿吨。

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。2021~2023 年及 2024 年 1~3 月，骆马湖项目供水量分别为 27,959.90 万吨、29,582.99 万吨、31,155.38 万吨和 7,681.27 万吨；同期，盐城项目供水量分别为 24,434.98 万吨、24,015.3 万吨、23,471.62 万吨和 5,580.06 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。截至 2024 年 3 月末，水资源配工程已完成投资 315.88 亿元，已到位资本金 282.35 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。截至 2024 年 3 月末，珠三角项目已完成水库下闸蓄水验收、通水验收及三大泵站台机组验收，实现工程通水。鲤鱼洲泵站完成 8 台机组安装调试/总 8 台，厂区工程完成 71%；高南沙泵站完成 6 台机组安装调试/总 6 台，厂区工程完成 99%；罗田泵站完成 4 台机组安装调试/总 4 台，厂区工程完成 74%；工作井结构操作层完成 27 座、结构全部完成 12 座/总 37 座。

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 29 日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 4 月 20 日全面开工，截至 2024 年 3 月末，已进场的 71 个工区中，已全部开展主体工程施工，开工累计完成隧洞掘进 11.24 公里、管线施工 56.56 公里，累计完成投资 54.76 亿元。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，再利用榕江关端口引水工程，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。截至 2024 年 3 月末，盾构工作井 16 座，已完工 13 座，占比 81%，全线共 14 台盾构机，12 台已始发掘进，累计掘进 6.3 公里，完成 25%；TBM 隧洞开挖累计完成 3.2 公里，完成 79%；顶管井 62 座，已完工 30 座，顶管施工累计完成 6.1 公里，完成 31%；埋管工区 16 处，埋管施工累计完成 7.6 公里，完成 43%。截至 2024 年 3 月累计完成投资 33.68 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，截至 2024 年 3 月末，公司拥有自来水公司 51 家（均为控股）和 18 家原水供应公司。公司供水服务区域面积超过 81,110

平方公里，其中原水供应业务供水区域包括香港、深圳及东莞供水工程沿线八镇、广东韶关、广东湛江、广东揭阳、江苏徐州和盐城、湖北恩施；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；同期末，公司及控股公司拥有管网约 25,812 公里。

净水成本为自来水生产的主要成本，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发展形势。2021~2023 年和 2024 年 1~3 月，公司售水总量分别为 48.78 亿吨、48.42 亿吨、51.96 亿吨和 13.48 亿吨，平均日售水量分别为 1,336.44 万吨、1,326.68 万吨、1,423.71 万吨和 1,497.73 万吨。自来水水价由相关法律法规规定，并由自来水公司所在地的省、市物价管理部门审批，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，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 2024 年 3 月末，公司拥有污水处理公司 52 家，污水处理厂 202 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。近年来公司污水处理业务收入规模保持增长，但污水处理业务仍处于发展阶段，收入贡献占比仍较小。

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 年以来，上市公司粤海投资共取得超过 748 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 37.96 亿元，总设计供水能力为每日 430.32 万吨。

表 5：上市主体粤海投资取得水资源项目情况

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

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。

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、河南焦作、河北安国、保定涞源、河北邯郸、河北涿州、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。

	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
2023	粤海投资就位于江西省南昌市及江苏省无锡市新/现有的供水厂及污水处理厂的兴建/扩建签订了若干投资合作协议，并于江苏省宝应县开展一个新供水厂的扩建项目。	9.17 亿元	25.70 0.30
合计	--	--	748.32 170.62

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
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
枫江特许经营项目	2022/11/10	特许经营	潮州市	0.00	5.99
合计	--	--	--	430.32	37.96

注：枫江特许经营项目为污水管网建设，故未新增供水能力。

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	2021	2022	2023	2024.1~3
勘测设计	102,484.46	122,323.42	138,483.57	40,426.17
总承包	2,451.36	2,285.95	3,532.11	1,145.17
其他	32,617.82	28,330.42	19,024.55	1,435.77
合计	137,553.64	152,939.79	161,040.23	43,007.11

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	2021	2022	2023	2024.1~3
勘测设计	129,686.00	203,645.71	176,215.45	1,082.00
总承包	23,421.65	3,065.39	6,495.86	--
其他	6,933.00	23,487.00	31,025.70	2,583.84
合计	160,040.65	230,198.10	213,737.01	3,665.84

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保持增长，2023 年水电设计院广东省内和省外业务占比分别为 91.61%、8.39%；新签合同方面，水电设计院近两年新签合同金额均保持在 20 亿元以上。截至 2024 年 3 月末，水电设计院在手未完工合同额为 224.83 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，公司供水板块整体实力不断上升。

物业销售业务，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”）。公司在 2019 至 2021 年间拿地较为活跃，2022 以来公司购地节奏显著放缓。目前前期拿地项目均已进入开发和销售阶段，2023 年以来合同销售金额和营业收入均呈现显著回落。有息债务方面，前期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，2023 以来公司无新增拍地，物业开发及销售业务的有息债务余额也相应回落。根据粤海置地控股 2023 年年报，2023 年末其归属于该公司持有者的亏损为 24.45 亿港元，亏损的主要影响因素包括：房地产市场持续低迷影响，成交量萎缩，客户观望情绪严重，市场以价换量特征比较明显，基于部分物业项目存在减值迹象，计提存货减值准备 24.08 亿元，此外，当年交付物业的毛利率较 2022 年下降，投资物业公允价值亦同比有所减少。

表 9：近年来公司物业销售业务概况（亿元）

项目	持股板块	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
合同销售金额	上市板块	18.92	47.41	76.42	12.73
	非上市板块	26.26	47.31	1.14	0
	合计	45.17	94.72	77.56	12.73
营业收入	上市板块	49.88	11.78	34.59	15.75
	非上市板块	9.62	49.99	20.93	0.00
	合计	59.50	61.77	55.52	15.75
有息债务余额	上市板块	160.79	202.76	207.96	201.62
	非上市板块	85.18	84.56	22.36	27.28
	合计	245.97	287.32	230.33	228.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，但 2022 年以来拿地节奏显著放缓，在手项目均已进入开发及销售阶段。截至 2024 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，2022 年以来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 10：截至 2024 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) 珠自然资储 2020-06 (交易号 20032)	江门壹桂府	商住	江门市蓬江区	2019.09	5.97	5,599.27	9.19
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

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二级资质为主，拥有的最高资质为房地产开发一级资质。项目去化方面，截至 2024 年 3 月末，公司在售项目已累计实现销售面积 72.89 万平方米，剩余可售面积 138.05 万平方米，已累计确认销售收入 104.53 亿元，累计回笼资金 201.68 亿元。其中，2023 年以来新增开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 23.17 亿元，已完成投资 16.04 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 11：截至 2024 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	10.13	0.14	21.43	21.84
江门市蓬江区	江门壹桂府	商住	19.37	18.69	22.27	12.02	7.58	10.48	12.13
广州市越秀区	泰康路项目	商住	39.03	33.98	11.86	4.25	4.58	27.67	29.06
江门市蓬江区	江门粤海城	商住	52.13	33.31	61.33	12.11	32.68	10.47	13.10
珠海市金湾区	珠海拾桂府	商住	40.16	36.98	24.99	6.65	7.94	11.19	16.98
中山翠亨新区	中山马鞍岛	住宅	59.92	56.32	32.15	7.83	15.85	11.49	17.48
佛山市禅城区	佛山湾华项目	住宅	41.11	39.42	20.32	7.58	7.97	11.80	19.40
惠州市大亚湾区	惠州大亚湾项目	住宅	6.99	6.06	14.02	1.74	8.44	0.00	1.44
广州市白云区	云港城项目	商住	184.55	133.75	72.56	8.88	41.93	0.00	66.56
佛山市禅城区	佛山季华项目	商住	23.17	16.04	15.45	1.70	10.94	0.00	3.69
合计			474.55	381.79	287.79	72.89	138.05	104.53	201.68

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）、珠江新城项目（原三诚国际金融中心）、南沙粤海湾区中心和粤海城。其中，粤海广场（番禺万博天河城）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 2024 年 3 月末，粤海广场项目已完成竣工验收备案，项目商务公寓及写字楼于 2017 年开始预售，截至 2024 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。珠江新城项目（原三诚国际金融中心）、南沙粤海湾区中心和粤海城为近年新增完工项目，其中珠江新城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，其中小塔楼及部分停车位已完成整体销售，大塔楼、配套商业、剩余部分停车位由粤海集团持有并运营。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，2022 年 9 月 19 日开始销售，截至 2024 年 3 月末暂未实现销售和资金回笼。粤海城属于深圳旧城改造项目，毗邻黄金及珠宝交易中心，建成后将打造成以珠宝为主题的多元商业综合体，已于 2020 年 6 月（一期物业）和 2023 年 6 月（二期物业）完成竣工验收，截至 2024 年 3 月末累计完成投资 93.00 亿元。粤海城项目一期开发的西北部土地总建筑面积约 166,859 平方米，除地下停车位外，均作出售用途，其中可供出售总楼面面积约 114,986 平方米，截至 2024 年 3 月末已交付 104,912.05 平方米，预计于 2026 年完成销售。项目第二期开发的南部土地及北部土地，分别建设高度约 300 米和 180 米的写字楼，以及一个横跨南北部土地的购物中心，其中，北地块写字楼于 2022 年 7 月开始销售，预计于 2025 年完成销售，截至 2024 年 3 月末暂未实现成交；南地块则为自持物业。

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，公司在建在售物业较多，云港城、中山马鞍岛、江门粤海城等项目体量很大，面临一定的资本支出压力，南沙粤海湾区中心和深圳粤海城等近年来完工的商业地产项目去化情况不佳。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，公司住宅及商业地产项目均面临较大的去化压力，市场以价换量特征明显，公司物业销售板块待售物业面临减值风险，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。

物业经营及物业管理，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 2024 年 3 月末，公司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、粤海金融中心、粤海天地等，业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栋建筑物组合而成。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 45 层甲级写字楼，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，为 28 层商业楼宇，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目前已竣工备案，开业后与北地块商场通过连廊连接。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。

珠江新城项目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，由粤海金融中心（写字楼）和粤海天地（配套商业）组合而成。此外，公司还有少量工业厂房租赁收入。

表 12：近年来公司主要物业资产及运营情况（亿港元、%）

项目名称	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	8.06	99.9	7.74	99.4	7.16	99.3	1.91	98.9
天津天河城购物中心	2.36	95.0	2.30	93.4	2.46	95.7	0.69	97.6
粤海天河城大厦	2.27	95.0	2.08	93.1	1.39	87.8	0.50	85.5
香港粤海投资大厦	0.52	92.5	0.49	95.8	0.47	91.6	0.12	97.1
番禺天河城购物中心	2.64	90.4	2.56	94.3	2.45	94.7	0.61	94.6
广州动漫星城	0.90	92.6	0.43	88.3	0.55	95.2	0.18	99.9
深圳天河城	-	-	0.04	85.2	0.62	92.0	0.19	93.7
粤海天地	-	-	-	-	0.02	87.7	0.09	87.7
上市公司运营物业小计	16.75	-	15.64	-	15.12	-	4.29	-
粤海金融中心	-	-	0.01*	23.8	0.42*	51.4	0.14*	53.4
非上市公司运营物业小计	-	-	0.01*	-	0.42*	-	0.14*	-

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、粤海天地于 2023 年 12 月开业；3、广州动漫星城是由粤海投资于 2022 年 6 月购自粤海控股子公司广州粤海仰忠汇置业有限公司，其 2021~2022 年收入为全年数据，包含了粤海投资收购前实现的收入；4、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；5、加星标数据单位为亿人民币。

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。2023 年以来新增京东项目、横沙村环卫及飞来峡项目等公共物业服务项目，在管物业面积显著增长，截至 2024 年 3 月末，公司主要在管物业包括商业（含少量公寓）、住宅及公共物业总面积约为 760 万平方米。公司在管商住物业区位条件较好，该业务运营整体较为平稳。

工业地产方面，近年公司积极拓展现代新型产业园区（即工业地产）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”）、南海粤海智能制造产业园（位于佛山市南海区狮山镇）和肇庆智慧新能源产业园项目（位于肇庆市）。

广东粤海装备技术产业园项目中，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 2024 年 3 月末，该项目已完成投资 42.85 亿元，其中银瓶创新区基础设施 PPP 项目⁵已完成投资 21.50 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

⁵ 截至 2024 年 3 月末，该项目中爱民大道、粤海大道、29 号路一标、二标、四标、三标（涉铁项目仅承担付款义务）、大黎路项目和谢岗大道项目已完工并移交政府；在建道路项目为 29 号路五标和谢岗大道涉铁段，银瓶创新区内道路已立项未建设，其他项目暂未立项。

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 2024 年 3 月末，2021~2022 年到期可用性服务费及运维服务费已全部收回，而公司仍有 3.83 亿元 2023 年至 2024 年 3 月期间的可用性服务费及运维服务费未收回，需关注该 PPP 项目的后续回款情况。

此外，公司在建项目为南海粤海智能制造产业园项目和肇庆智慧新能源产业园项目，总投资合计 17.93 亿元，截至 2024 年 3 月末已完成投资 9.09 亿元。上述在佛山市南海区和肇庆市的产业园项目后期将通过租售结合的方式实现运营收入。

酒店业务方面，截至 2024 年 3 月末，粤海投资旗下的酒店管理团队共管理 20 间酒店，其中 3 间位于香港、17 间位于中国内地。粤海投资拥有 6 间酒店（各 2 间位于香港及珠海，各 1 间位于深圳及广州），其中位于广州的粤海喜来登酒店为五星级酒店，于 2011 年 7 月开业，由其他酒店管理集团管理。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。2021~2023 年和 2024 年 1~3 月，粤海喜来登酒店的平均房价为 904 港元/间/日、857 港元/间/日、1,226 港元/间/日和 1,248 港元/间/日，同期平均入住率为 74.8%、69.6%、94.5% 和 95.4%，2023 年以来酒店业务营收同比增长超过 60%，呈现良好的恢复态势。

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。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。截至 2024 年 3 月末，公司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 19.74 万平方米。近年来，消费信心不足叠加网络零售分流影响，实体零售行业整体面临很大的经营压力，2023 年公司百货零售业务收入出现小幅下滑。

表 13：近年来公司百货零售业务情况（亿港元）

百货公司	2021	2022	2023	2024.1~3
天河城百货店	4.08	5.98	5.63	0.87
万博百货店	0.66	0.52	0.54	0.13
名盛百货店*	0.25	0.18	0.07	--
东圃百货店	0.92	0.75	0.69	0.13
奥体百货店	0.45	0.43	0.43	0.11
花都店	--	0.13	0.22	0.06
南海百货店*	0.004	--	--	--
合计	6.36	7.99	7.58	1.30

注：1、标*百货店已停业，其中南海百货店、名盛百货店分别于 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

食品生物业务包括麦芽业和鲜活食品。**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。永顺泰麦芽生产的主要原材料为大麦，原材料成本占麦芽业务主营业务成本的比重高，原材料采购均为外购，且以进口为主，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。2023 年 8 月澳麦“双反”政策的取消，有利于降低原材料价格，但受红海局势恶化的影响，苏伊士运河航运受阻，大部分船舶被迫绕行非洲好望角，使得航程和运输时间增加，从而导致海运物流成本增加。供应商集中度方面，2023 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 76.12%，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 2023 年末，总产能为 108 万吨/年。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，2023 年，前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为 65.33%。

表 14：近年来永顺泰麦芽业务经营情况

项目名称	2021	2022	2023
收入（亿元）	30.57	39.84	45.91
产能（万吨）	91.00	85.00	108.00
产量（万吨）	95.10	98.35	106.67
产能利用率（%）	104.51	115.71	98.77
销量（万吨）	94.80	104.39	100.20
产销率（%）	99.68	106.14	93.93

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

鲜活食品业务，由广南集团及其全资子公司粤海广南行有限公司（以下简称“粤海广南行”）运营⁶，主要包括代理、经销及买卖鲜活、冰鲜食品及提供屠宰服务，以立足于粤港澳大湾区“菜篮子”市场为核心，投资建设“屠宰加工-冷链配送-生鲜营销”一体化的产业链经营平台，打造区域产业链品牌。具体来看，供港生猪代理经销业务方面，粤海广南行于 2007 年 7 月取得全国供港生猪代

⁶ 粤海广南行持有泽兴食品有限公司 70% 股权、粤海食品（佛山）有限公司 65% 股权、粤海广南生猪贸易有限公司的 51% 股权，以及联营公司湖北金旭农业发展股份有限公司的 13.21% 股权和广东省紫金县宝金畜牧有限公司 34% 的股权。另外，广南集团持有粤海广南行（广东）食品进出口有限公司及粤海食品珠海的 100% 股权。

理和经销权(全国仅有三家),并于2007年底设立广南生猪贸易有限公司开展供港生猪销售业务,除广东出口贸易商外,公司还与湖北、湖南、浙江、江西、广西等地的企业建立合作关系,整体供港生猪市场占有率为47%。屠宰业务是由广南集团下属粤海食品(佛山)有限公司和粤海食品(珠海)有限公司(原“珠海粤广丰投资有限公司”,以下简称“粤海食品珠海”)两家公司进行经营。粤海食品珠海是广南集团在2022年12月完成收购并纳入合并范围。由于国内定点屠宰制政策持续发展,各城市仅发出有限数量的执照,屠宰场不得无证营运,定点屠宰执照已成为稀缺资源。公司目前在佛山、中山及珠海三个城市持有定点屠宰执照,在广东地区屠宰量稳居前列。粤海食品珠海在珠海市斗门区投资建设了珠港澳食品加工产业园,该项目已于2023年下半年投产运营。

总的来看,鲜活食品业务是公司近年来积极拓展的食品业务,2021年以来其营收规模逐年大幅扩张,2023年鲜活食品业务的主营业务收入已达72.84亿元,占公司主营业务收入的比重超过16.54%,是公司营收规模增长最快的业务板块。但该业务毛利率水平很低,且经营业绩易受猪肉等食品价格变动影响。

公司**产业投资**包括电力供应、公路运营、马口铁制造、粉末冶金和金融业务。**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,2023年受益于煤价下调两家电厂的亏损压力进一步得到缓释⁷。2022年及2023年两家电厂均未进行分红。

表 15: 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)
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	29.12	11.83	0.00	158.63	83.59	0.90
2024.1~3	6.34	3.54	0.00	31.50	15.50	0.28

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

公路运营业务由粤海投资负责,截至2024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57.08%。兴六高速公路于2003年8月通车,经营期至2032年9月5日,主线全长99.57公里,为双向4车道高速公路;三条支线合计52.72公里,其中两条为双向4车道一级公路,一条为双向2车道二级公路,共有收费站5个。营业收入方面,剔除2021年公路升级改造工程确认的建设服务收入影响,公司通行费收入呈现逐年增长。通行量方面,近年来兴六高速日均收费车流量保持恢复趋势,2023年日均收费车流量已超过2019年平均水平。

⁷ 中山电厂2023年度税前利润(不包括净财务费用)为1.00亿港元,2021及2022年度税前亏损(不包括净财务费用)分别为1.77亿港元和0.94亿港元;靖海电厂2023年度税前利润为4.77亿港元,2021及2022年度税前亏损分别为8.49亿港元和5.61亿港元。

表 16：近年来兴六高速运营及分红情况

项目	2021	2022	2023	2024.1-3
日均收费车流量（万辆次）	2.27	2.31	2.72	2.97
营业收入（亿元）	11.37	5.56	6.98	1.52
宣派分红（亿元）	1.84	4.38	0.19	0.00

注：2021 年营业收入包含公路升级改造工程带来的建设服务收入 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，2021 年以来煤价高企对电力业务的盈利空间挤压仍较为明显，但受益于电价提升及煤价下调，2023 年公司参控股电厂的亏损压力得到一定的缓释，兴六高速通行情况已逐步恢复，整体经营情况较为稳定。

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”）⁸，形成了南北设厂的全国性布局，能有效降低公司运输成本。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。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。生产方面，公司采用以销定产的方式，截至 2023 年末，公司拥有年产能共 49 万吨马口铁、15 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。近年来行业竞争依旧激烈，受市场需求变化影响公司产、销量和产能利用率均有显著波动，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，将马口铁制造业务毛利率维持在 12% 左右水平。

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	2021	2022	2023
收入	31.23	28.16	22.51
产能	49.00	49.00	49.00
产量	31.99	28.80	28.70
产能利用率	65.29	58.78	58.55
销售量	32.21	28.70	29.10
产销率	100.69	99.65	101.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

粉末冶金业务主要由广东粤海华金科技股份有限公司（以下简称“华金科技”）运作经营，华金科技成立于 1993 年，前身为华南理工大学产学研实验工厂，公司于 2011 年 4 月通过增资扩股方式成为其控股股东。2016 年 12 月，华金科技在全国中小企业股份转让系统挂牌（证券代码：870031.NQ），截至 2024 年 3 月末，公司及其子公司广东粤海资产经营有限公司合计持有其 70.59% 股权。华金科技的核心产品为粉末冶金空调压缩机用高锰无磁钢平衡块，主要应用在家用空调和新能源汽车等领域，华金科技在该细分领域，产品性能国内领先，为世界龙头压缩机生产厂家的主要供应商，并连续多年保持其第一供应商地位。生产粉末冶金制品的原材料主要为铁锰合金钢粉，所有原材料均为外购，无自产粉料。目前公司主要原材料供应商均在国内，主要集中于广东

⁸ 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。

和山东。生产方面，公司粉末冶金业务生产基地位于广州和东莞，主要按以销定产的模式安排生产。销售方面，公司所生产的粉末冶金制品主要销往国内空压机生产企业、新能源和消费电子等行业企业，销售模式主要为国内工厂对工厂直销，销售方式以赊销为主。2023年，华金科技实现营业收入1.53亿元，较上年同期增长17.82%，但受核心客户减量降价和新开项目规模小尚未实现盈利等因素影响，公司营业利润同比大幅减小，归属于挂牌公司股东的净利润仅为0.07亿元，同比下滑38.88%。

近年来广南集团的马口铁生产产销量及产能利用率受市场行情影响呈现波动，但通过控制原材料采购成本，仍保持了该业务毛利率的相对稳定；粉末冶金业务在细分领域有一定的竞争优势，但目前市场容量相对有限，盈利波动较大，营收贡献仍较小。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。

产业金融业务主要由非银行金融、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2024年3月末，粤海财务公司服务存量成员单位（含分公司，下同）257家，其中存款单位251家，归集（含手工归集）账户数305个，并通过公司资金系统实现对集团体系内公司共2,510个账户进行监控。同期末，粤海财务公司资金归集规模为174.81亿元，全口径资金集中度约45%，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

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资金归集规模（亿元）	221.77	239.26	190.35	174.81
全口径资金集中度（%）	64.82	54.12	64.53	45.54
存款总额（亿元）	221.77	239.26	190.35	174.81
其中：活期存款余额（亿元）	151.29	138.08	84.70	80.10
日均存款余额（亿元）	97.22	139.19	159.29	152.17
存放同业款项余额（亿元）	187.84	154.71	94.43	70.64
再贴现余额（亿元）	--	0.001	--	--
同业拆入资金余额（亿元）	--	--	--	--
证券投资余额（亿元）	5.02	9.28	13.08	13.05
质押式逆回购余额（亿元）	--	--	20.00	20.00
贷款余额（亿元）	45.61	92.48	81.73	90.47

注：上表中2021及2022年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，2023年及2024年1~3月数据均已根据修订后的《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和能力。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	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	7,920.73	76,177.97	15,611.90	40,371.54	16,232.34	5,589.58	3,493.46	5,583.89
融资租赁	12,677.70	6,335.85	23,958.48	13,145.88	30,551.56	11,897.28	5,922.67	2,887.28
商业保理	5,320.09	2,173.15	9,099.11	5,104.99	14,642.24	7,355.68	3,919.77	2,591.82

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 2024 年 3 月末，公司主要股权投资余额 27.60 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 2024 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	79,495.06	25.00%
肇庆市肇水水务发展有限公司	22,046.00	24,411.32	30.00%
江河港武水务（常州）有限公司	7,110.00	26,510.79	30.00%
广东永旺天河城商业有限公司	8,004.15	11,941.71	35.00%
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	260.76	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	9,864.27	34.00%
广东粤东城际铁路有限公司	123,500.00	123,500.00	18.47%
合计	259,216.47	275,983.91	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总的来看，公司业务以资本投资为主业，主要投向供水、城市建设运营、产业投资及产业金融等领域，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供水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。2023 年以来，受行业不景气影响，物业销售业务营收规模回落且毛利率水平大幅下滑，公司业务仍保持平稳运营，整体维持了 30%以上的综合毛利率。2023 年公司上缴了较大金额的国有资源使用费，叠加待售物业计提存货跌价损失及公允价值变动收益下降的影响，公司净利润及总资产收益率大幅下滑。公司资本实力保持强劲，资产质量优良，核心业务收入质量仍较好；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。值得关注的是，近年来内集团合并口径债务总额持续攀升，EBITDA 对债务利息支出的覆盖能力有所弱化；集团母公司财务杠杆水平较高，财务弹性有待改善。

盈利能力

公司业务板块众多、收入结构多元，近年来收入规模整体保持稳定增长，营业毛利率虽呈现逐年小幅下滑，但仍维持在 30%以上水平。其中，供水业务保持较强的经营实力，2023 年营收规模有所回落，但毛利率水平进一步提升至 49.02%，贡献了公司超过六成的毛利润。2023 年以来房地

产销售下行压力仍较大，市场以价换量特征明显，公司物业销售业务营收规模显著回落的同时，其毛利率已由 2021 年的 69.41%逐年下滑至 2023 年的 28.74%。麦芽业务方面，2023 年澳麦“双反”政策的取消有利于原材料价格下行，但红海局势恶化导致海运物流成本增加，2023 年公司麦芽业务营收规模保持同比增长，但毛利率出现小幅下滑；同期，马口铁业务营收规模有所收缩，广南集团通过控制采购成本维持了该业务的毛利率水平。此外，2023 年鲜活食品业务的营收规模已超过 70 亿元，但同期该业务毛利率水平仅为 3.73%，对公司盈利的贡献相对有限。同期，受益于电价提升及煤价下调，公司电力业务的亏损压力得到一定缓释，该业务毛利率亏损缺口显著收窄；酒店业呈现恢复性增长，随着旗下主要酒店平均房价和入住率的同比上升，2023 年酒店业务收入同比增长 61.94%，其毛利率水平也回升至 55.57%。总的来看，2023 年以来，除物业销售业务受行业不景气影响较大外，公司整体运营平稳，其他核心业务板块保持了良好的经营获利能力。

表 21：近年来公司主营业务收入构成情况（亿元、%）

业务	2021			2022			2023			2024.1-3		
	收入	占比	毛利率									
供水业	199.92	51.43	38.20	200.71	46.67	45.27	183.64	41.70	49.02	42.92	42.00	57.71
物业销售	59.33	15.26	69.41	61.77	14.36	48.40	55.52	12.61	28.74	15.75	15.41	1.92
物业经营	15.10	3.88	91.20	14.43	3.36	93.45	15.09	3.43	90.54	4.55	4.45	82.37
物业管理	2.22	0.57	-7.85	2.11	0.49	-17.82	2.07	0.47	-36.42	1.20	1.17	23.62
麦芽业	30.57	7.86	10.75	39.84	9.26	9.53	45.91	10.42	9.03	8.90	8.71	14.16
鲜活食品	14.15	3.64	4.98	47.03	10.94	4.54	72.84	16.54	3.73	17.62	17.24	4.07
金融业	3.24	0.83	99.72	6.26	1.46	97.07	8.76	1.99	99.69	1.69	1.65	100.00
工业地产	2.52	0.65	59.83	2.63	0.61	68.33	3.02	0.69	72.51	0.77	0.75	76.51
电力	12.23	3.15	-53.67	11.23	2.61	-68.07	11.83	2.69	-27.59	3.54	3.47	10.77
公路	11.37	2.93	30.71	5.56	1.29	61.36	5.98	1.36	60.99	1.52	1.49	59.36
百货零售	5.29	1.36	85.79	6.85	1.59	54.75	6.83	1.55	58.10	1.19	1.16	78.01
酒店业	4.51	1.16	42.69	4.34	1.01	45.15	7.04	1.60	55.57	1.75	1.71	57.02
马口铁	25.92	6.67	11.32	24.15	5.62	12.12	20.26	4.60	12.78	4.11	4.02	4.68
粉末冶金	1.19	0.31	25.69	1.29	0.30	24.67	1.51	0.34	23.28	0.38	0.37	19.52
其他	1.15	0.30	--	1.81	0.42	--	0.10	0.02	--	-3.69	-3.61	--
合计	388.72	100.00	37.40	430.02	100.00	35.14	440.40	100.00	33.46	102.18	100.00	35.12

注：1、其他中包括公司其他主营业务以及由于物业管理、供电及金融等业务内部交易产生的合并抵销项，其毛利率不适用；2、上述主营业务中的物业管理收入不包含对集团体系内业主实现的物业服务收入，而该业务成本数据主要为系外口径，因此主营业务中该业务毛利率水平有所低估；3、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

公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2023 年，随着公司有息债务规模持续上升，叠加建设项目竣工后利息费用化的影响，财务费用进一步攀升，同时当期上缴 18.22 亿元国有资源使用费并纳入管理费用统计，公司管理费用同比大幅攀升。受此影响，公司 2023 年期间费用率同比上升 5.08 个百分点至 20.90%，对公司盈利形成较大侵蚀，当期经营性业务利润较上年减少 18.72 亿元至 50.23 亿元。2023 年公司投资收益同比有所回升，但由于对待售物业计提了较大金额的存货跌价损失，公司资产减值损失同比增加 13.38 亿元，同时受自持物业市场价值波动影响，公允价值变动收益同比减少 13.06 亿元。上述因素综合影响下，公司利润总额同比下滑超过 50%，2023 年公司净利润同比下降 66.96% 至 22.19 亿元，系 2009 年以来的最低水平，总资产收益率下降 1.93 个百分点至 2.90%，公司盈利能力呈现明显下滑，需持续关注期间费用、资产减值损失和公允价值变动对公司盈利水平的影响。

表 22：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
营业毛利率	37.47	34.70	33.41	35.56
期间费用合计	60.41	68.94	93.07	23.08
其中：财务费用	6.40	14.05	22.23	6.00
管理费用	38.23	40.39	55.38	14.02
期间费用率	15.40	15.82	20.90	22.29
经营性业务利润	72.68	68.95	50.23	13.50
投资收益	9.86	3.17	6.28	0.32
资产减值损失	0.40	0.67	14.05	0.00
公允价值变动收益	6.64	15.81	2.75	-0.41
利润总额	89.03	90.70	44.82	13.74
净利润	64.87	67.17	22.19	8.16
总资产收益率	4.92	4.83	2.90	--

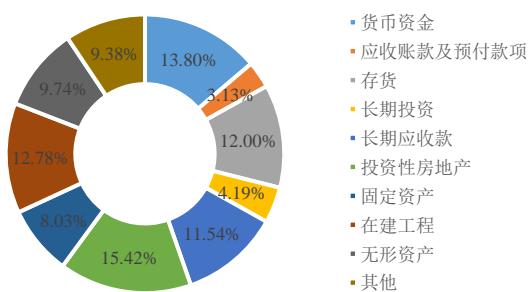
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

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。近年来，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2024年3月末，公司资产总计为2,601.42亿元，较2023年初增加228.53亿元，期间增幅为9.63%，主要是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。

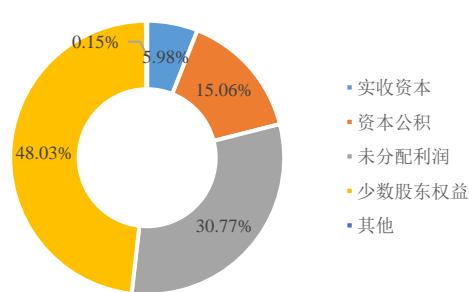
公司以供水、城市建设运营、现代农业及产业金融等领域为主要投向，并以其中供水、物业销售和麦芽及马口铁制造为核心业务。公司资产主要包括上述业务形成的供水特许经营权、重大水资源项目及水务BOT/PPP项目投资、购物中心房产及出租物业、住房和商业地产开发成本及相关土地储备，以及制造业相关存货。公司资产中特许经营权和核心区域优质物业的占比较高，可为公司带来稳定增长的营业收入和较好的经营性收益，资产收益性好，但需关注房地产市场下行背景下公司物业的去化压力和减值风险。公司核心业务的投资金额大、回报周期长，但各项业务形成的资产已有较大比例纳入了下属各上市公司中，资产证券化程度高，短期内变现能力较强，同时，公司持有的未受限货币资金较为充裕，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。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。2023年，公司收到各级财政注入项目资本金35.65亿元；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，2024年3月末公司少数股东权益较2023年初增加18.02亿元。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 2024 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 2024 年 3 月末公司权益情况


注：其他其中包括其他综合收益-1.48 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。受公司供水业务和商品房销售业务资金需求扩大影响，2023 年以来公司保持较大的举债规模，2024 年 3 月末公司净债务较 2023 年初增长 188.80 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仍将持续攀升。

表 23：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3
资产总计	2,064.02	2,372.89	2,497.81	2,601.42
非流动资产占比	61.89	63.72	68.04	65.81
所有者权益合计	864.81	953.93	991.20	1,002.56
总债务	684.55	887.96	951.27	1,072.47
净债务	382.54	538.08	706.39	726.88
资产负债率	58.10	59.80	60.32	61.46
总资本化比率	44.18	48.21	48.97	51.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司收入来源的多元化程度很高，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，其中，2022 年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，2023 年公司已停止购地，专注存量物业项目去化，因此 2022 及 2023 年公司经营活动净现金流同比回升。但考虑到 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，区域房地产市场仍待筑底回稳，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，投资活动现金流呈现大幅净流出状态，净流出额逐年增长，2022 年及 2023 年投资活动产生的现金净流出分别达 135.42 亿元和 204.72 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，2023 年及 2024 年一季度公司净融资规模为 119.12 亿元。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，2023 年以来公司吸收投资收到的现金合计 42.79 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，可基本覆盖资金缺口。

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，公司可获得长期限、低成本的项目贷款和政府专项债券，并成功发行较长期限的公募债券，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 2024 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 23.93%，仍有超过五成债务在 2028 年及以后到期，债务结构较为合理，与公司业务特征相匹配。近年来，经营活动净现金流的波动导致其对债务利息的覆盖能力相应波动，但 2023 年以来随着公司经营活动净现金流的回升，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 有所回落，但仍保持对债务利息支出较强的保障能力。

整体看，公司收入质量较好，核心业务经营获现能力稳定，近年来公司购地支出的变动导致经营活动净现金流呈现较大波动，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。

表 24：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、X、%）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	19.36	48.69	93.49	25.68
投资活动产生的现金流量净额	-88.18	-135.42	-204.72	-34.05
筹资活动产生的现金流量净额	111.83	138.79	10.09	109.03
现金及现金等价物净增加额	42.52	53.40	-102.99	100.65
收现比	1.00	1.04	1.09	1.07
总债务	684.55	887.96	951.27	1,072.47
短期债务/总债务	15.73	18.47	17.43	23.93
EBITDA	124.14	136.50	102.89	--
EBITDA 利息覆盖倍数	5.63	5.50	3.18	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.88	1.96	2.89	3.06

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

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能办理。

粤海控股建立了较为完善的风险管理体系，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。集团董事会内设审计与风险委员会，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系统的日常运行；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 2024 年 3 月末，粤海控股对系统内公司的担保余额合计为 98.40 亿元。

整体看，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。

母公司财务弹性

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 2024 年 3 月末，母公司账面货币资金为 150.02 亿元，约占合并口径货币资金余额的 41.79%，资金储备较为充裕。母公司基本无主营业务收入，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为 357.74 亿元，短期债务为 146.39 亿元，其中包括公司发行的全部 120 亿元超短期融资券。同期末，母公司口径总资本化比率达 74.19%，短期债务/总债务达 40.92%，母公司的财务杠杆水平已处于高位，短期债务占比已超过 40%，财务弹性有待改善。

表 25：近年来母公司主要财务指标

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金（亿元）	51.27	74.09	24.74	150.02
总债务（亿元）	193.63	243.92	233.18	357.74
净债务（亿元）	142.36	169.83	208.44	207.72
短期债务/总债务（%）	15.58	21.96	11.51	40.92
总资本化比率（%）	58.80	62.54	63.86	74.19
投资收益（亿元）	9.13	12.23	15.54	0.10

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。

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 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 343.55 亿元，占总资产比重为 13.21%，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。或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保金额 51.72 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。跟踪期末，公司无重大未决诉讼¹⁰。

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 2024 年 4 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¹¹

假设

- 2024 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。
- 2024 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，供水业务和制造业务的收入及盈利水平将较以前基本稳定，物业销售业务利润空间收窄。
- 2024 年，公司在建项目投资规模预计在 200~220 亿元，股权类投资规模在 20~25 亿元。
- 公司债务规模将呈增长态势，2024 年净增权益类融资 25~40 亿元、债务类融资 160~180 亿元。

预测

表 26：公司重点财务指标预测情况

	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资产收益率（%）	4.83	2.90	2.46~3.00
总资本化比率（%）	48.21	48.97	44.23~54.06
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.50	3.18	3.03~3.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

ESG¹²表现方面，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；公司治理结构健全，对下属子公司可实际管控，与前次 ESG 评估无重大变化。

流动性评估方面，公司未使用授信额度充足，保有一定量的可动用账面资金。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。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

¹⁰ 吴某城、吴某水诉子公司广东粤海城市投资有限公司的股权转让合同纠纷案，已于 2024 年 3 月 1 日由最高人民法院作出裁定（案号为：(2023)最高法民申 2840 号）驳回吴某城、吴某水的再审申请。

¹¹ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

¹² 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。

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。公司流动性需求主要来源于水务业务产能布局和城市建设运营板块各类物业的建设，对外投资及债务的还本付息，资金需求量较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

广东省经济财政实力长期居全国首位，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一，2023 年地区生产总值（GDP）达 13.57 万亿元，整体经济发展水平很高，财政实力持续增长，外部融资环境良好。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，促进粤港澳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。

跟踪债券信用分析

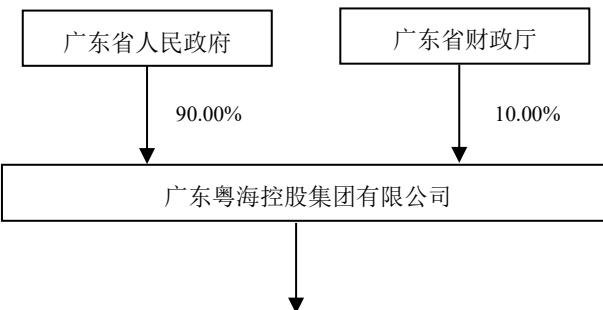
“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金总额为 15 亿元，其中募集资金 3.7 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，4.3 亿元用于粤海泰康路停车场建设项目，剩余 7 亿用于补充流动资金；“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金总额为 18 亿元，募集资金 11.8 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，剩余 6.2 亿用于补充流动资金。截至 2024 年 3 月末，“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金已按募集说明书约定使用完毕。截至 2024 年 3 月末，三诚国际金融中心停车场建设项目、粤海泰康路停车场建设项目已建成运营。“20 粤海 MTN002”募集资金总额为 10 亿元，用于偿还金融机构借款；“21 粤海 MTN003”募集资金总额为 10 亿元，用于偿还金融机构借款。截至 2024 年 3 月末，“20 粤海 MTN002”、“21 粤海 MTN003”募集资金已按募集说明书约定使用完毕。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强了业务持续性和稳定性，虽然公司债务规模持续攀升，但考虑到公司外部支持力度，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。债券集中到期压力不大，目前跟踪债券信用风险极低。

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 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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	3,141,699.38	3,650,783.47	2,588,250.27	3,590,179.47
应收账款	371,245.20	509,871.03	651,843.27	678,501.12
其他应收款	148,055.88	152,060.11	263,420.85	254,483.79
存货	3,426,439.93	3,470,559.01	3,227,304.13	3,121,715.72
长期投资	698,231.23	916,057.03	1,156,049.66	1,088,760.24
固定资产	1,595,247.69	1,953,540.45	2,108,168.42	2,089,615.98
在建工程	1,737,579.74	2,312,947.46	3,145,697.61	3,325,857.69
无形资产	2,209,184.43	2,526,892.58	2,581,434.98	2,533,079.09
资产总计	20,640,158.29	23,728,890.59	24,978,073.39	26,014,182.92
其他应付款	1,745,651.67	1,036,236.04	970,614.31	912,640.92
短期债务	1,077,107.18	1,640,352.23	1,657,680.27	2,566,174.71
长期债务	5,768,422.34	7,239,232.89	7,855,038.30	8,158,518.69
总债务	6,845,529.52	8,879,585.12	9,512,718.57	10,724,693.41
净债务	3,825,448.23	5,380,758.61	7,063,879.04	7,268,800.85
负债合计	11,992,036.05	14,189,570.35	15,066,119.43	15,988,604.68
所有者权益合计	8,648,122.24	9,539,320.24	9,911,953.97	10,025,578.24
利息支出	220,550.62	248,347.31	323,738.11	83,871.64
营业收入	3,939,652.74	4,377,268.83	4,472,815.65	1,039,896.86
经营性业务利润	726,809.80	689,482.68	502,260.53	135,036.99
投资收益	98,592.30	31,714.97	62,836.13	3,227.05
净利润	648,674.04	671,727.05	221,926.75	81,648.80
EBIT	1,015,568.12	1,072,599.79	706,559.38	201,653.87
EBITDA	1,241,444.00	1,364,973.77	1,028,863.03	--
经营活动产生的现金流量净额	193,579.60	486,904.79	934,931.79	256,831.41
投资活动产生的现金流量净额	-881,757.74	-1,354,224.53	-2,047,233.07	-340,510.13
筹资活动产生的现金流量净额	1,118,337.49	1,387,929.57	100,917.65	1,090,271.34
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率 (%)	37.47	34.70	33.41	35.56
期间费用率 (%)	15.40	15.82	20.90	22.29
EBIT 利润率 (%)	25.88	24.61	15.86	19.48
总资产收益率 (%)	4.92	4.83	2.90	3.16
流动比率 (X)	1.59	1.54	1.37	1.39
速动比率 (X)	0.90	0.92	0.82	0.90
存货周转率 (X)	0.72	0.83	0.89	0.84
应收账款周转率 (X)	10.57	9.89	7.67	6.23
资产负债率 (%)	58.10	59.80	60.32	61.46
总资本化比率 (%)	44.18	48.21	48.97	51.68
短期债务/总债务 (%)	15.73	18.47	17.43	23.93
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	-0.02	0.01	0.05	0.10
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	-0.15	0.06	0.27	0.40
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	0.88	1.96	2.89	3.06
总债务/EBITDA (X)	5.51	6.51	9.25	--
EBITDA/短期债务 (X)	1.15	0.83	0.62	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.63	5.50	3.18	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	4.60	4.32	2.18	2.40
FFO/总债务 (X)	0.08	0.06	0.05	--

注：1、2024 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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	512,705.05	740,935.34	247,406.05	1,500,214.19
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	251,124.11	518,525.91	531,716.62	532,145.90
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,360,727.50	2,648,334.25	2,989,777.48	3,039,543.68
固定资产	627.38	1,153.35	1,191.93	1,111.29
在建工程	--	--	--	--
无形资产	875.64	1,263.19	1,751.16	1,666.19
资产总计	4,226,887.10	4,961,380.69	4,685,878.57	5,858,452.85
其他应付款	930,775.90	1,036,544.07	451,114.90	450,651.08
短期债务	301,666.38	535,738.82	268,303.28	1,463,884.21
长期债务	1,634,617.23	1,903,500.00	2,063,500.00	2,113,500.00
总债务	1,936,283.61	2,439,238.82	2,331,803.28	3,577,384.21
净债务	1,423,578.56	1,698,303.48	2,084,397.23	2,077,170.02
负债合计	2,870,372.16	3,500,543.10	3,366,525.79	4,614,112.41
所有者权益合计	1,356,514.95	1,460,837.59	1,319,352.78	1,244,340.45
利息支出	63,569.73	73,931.93	73,388.62	19,268.97
营业收入	0.00	5,423.04	872.15	0.00
经营性业务利润	-82,828.54	-69,316.39	-225,871.30	-76,072.34
投资收益	91,316.11	122,303.93	155,364.61	1,049.57
净利润	7,988.54	52,871.28	-71,458.48	-75,012.34
EBIT	71,390.19	127,586.57	2,881.94	-55,753.80
EBITDA	73,558.75	130,624.60	4,074.44	--
经营活动产生的现金流量净额	234,143.70	-9,818.96	76,736.10	3,831.88
投资活动产生的现金流量净额	-230,341.89	-4,201.56	-120,791.86	81,483.71
筹资活动产生的现金流量净额	236,449.92	242,250.82	-449,496.19	1,167,514.36
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBIT 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	1.69	2.78	0.06	--
流动比率(X)	0.62	0.79	1.15	1.15
速动比率(X)	0.62	0.79	1.15	1.15
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	67.91	70.56	71.84	78.76
总资本化比率(%)	58.80	62.54	63.86	74.19
短期债务/总债务(%)	15.58	21.96	11.51	40.92
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.09	-0.09	-0.06	-0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.57	-0.39	-0.52	-0.05
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍 数(X)	3.68	-0.13	1.05	0.20
总债务/EBITDA(X)	26.32	18.67	572.30	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.24	0.02	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.16	1.77	0.06	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.12	1.73	0.04	-2.89
FFO/总债务(X)	-0.04	-0.09	-0.16	--

注：1、2024 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)
经营效率	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
	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 (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)
	现金周转天数	
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-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
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	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：1、“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、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”；3、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，影响报表使用者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