



广东粤海控股集团有限公司 2025 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[2025]跟踪 0922 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

2025 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”、“19 粤控 02”、“21 粤海 02”、“24 粤海 01”、“24 粤海 02”、“24 粤海 03”、“25 粤海 01”、“25 粤海 03”		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，需关注物业销售板块毛利率下降、资本性支出规模较大、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。		
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，经营活动净现金流持续改善。**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，近年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。近三年公司主营业务保持了 30%以上的毛利率水平，经营活动净现金流持续改善。
- **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

- **物业销售板块毛利率进一步下降。**由于房地产市场仍待筑底回稳，近两年公司已暂缓拿地，但其在建在售项目体量和去化压力较大。目前市场以价换量特征明显，公司物业销售收入业务毛利率已由 2022 年的 48.40%逐年下滑至 2024 年的 14.10%，2025 年一季度进一步下滑至 8.32%，叠加待售物业减值以及自持物业资产的公允价值下行影响，物业板块对公司整体盈利水平形成拖累。
- **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。
- **母公司财务弹性仍有待改善。**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，受一季度发行短期债券的影响，截至 2025 年 3 月末，母公司口径总资本化比率达 67.20%，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 syzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

粤海控股（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	2,372.89	2,497.81	2,542.79	2,593.17
所有者权益合计（亿元）	953.93	991.20	1,031.56	1,037.35
负债合计（亿元）	1,418.96	1,506.61	1,511.23	1,555.82
总债务（亿元）	887.96	950.96	936.96	988.24
营业总收入（亿元）	437.73	447.28	461.44	103.79
净利润（亿元）	67.17	22.19	29.49	8.19
EBIT（亿元）	107.26	70.66	85.01	21.06
EBITDA（亿元）	136.50	102.89	119.89	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	48.69	93.49	205.22	43.98
营业毛利率（%）	34.70	33.41	32.82	37.34
总资产收益率（%）	4.52	2.90	3.37	--
EBIT 利润率（%）	24.61	15.86	18.49	20.35
资产负债率（%）	59.80	60.32	59.43	60.00
总资本化比率（%）	48.21	48.96	47.60	48.79
总债务/EBITDA（X）	6.51	9.24	7.82	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.50	3.18	3.93	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.05	0.07	--
粤海控股（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	496.14	468.59	502.47	507.81
所有者权益合计（亿元）	146.08	131.94	138.56	134.49
负债合计（亿元）	350.05	336.65	363.91	373.32
总债务（亿元）	243.92	233.18	265.96	275.49
营业总收入（亿元）	0.54	0.09	0.00	0.00
净利润（亿元）	5.29	-7.15	11.73	-1.38
EBIT（亿元）	12.76	0.29	20.27	0.43
EBITDA（亿元）	13.06	0.29	20.27	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.98	7.67	30.21	-0.46
营业毛利率（%）	--	--	--	--
总资产收益率（%）	2.57	0.06	4.18	--
EBIT 利润率（%）	--	--	--	--
资产负债率（%）	70.56	71.84	72.42	73.52
总资本化比率（%）	62.54	63.86	65.75	67.20
总债务/EBITDA（X）	18.67	809.11	13.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.77	0.04	2.40	--
FFO/总债务（X）	-0.09	0.03	0.11	--

注：1、中诚信国际根据粤海控股提供的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、2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年、2025 年一季度财务数据采用了 2024 年审计报告、2025 年一季度财务报表期末数；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（2024 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）	1,031.56	1,413.52	606.24	1,608.36
总资产收益率（%）	3.37	3.48	2.00	1.62
总资本化比率（%）	47.60	63.26	79.58	71.34
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.93	2.71	1.53	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、北控集团为“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、越秀集团所列示的数据为 2023 年数据；3、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

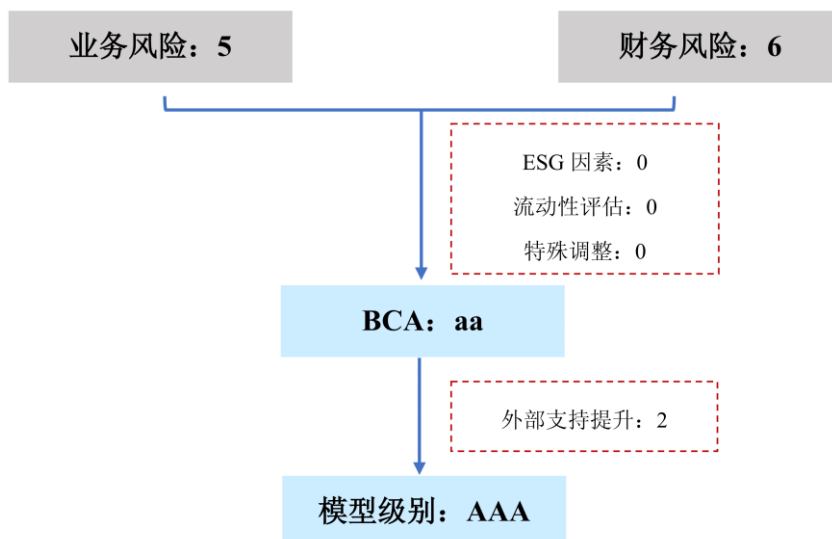
● 本次跟踪情况

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	2024/06/24 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	2024/06/24 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	2024/06/24 至 本报告出具日	10/10	2020/07/29~ 2025/07/29	--
21 粤海 MTN003	AAA	AAA	2024/06/24 至 本报告出具日	10/10	2021/08/19~ 2026/08/19	--
19 粤控 02	AAA	AAA	2024/06/24 至 本报告出具日	6/6	2019/09/09~ 2029/09/09	--
21 粤海 02	AAA	AAA	2024/06/24 至 本报告出具日	20/20	2021/09/29~ 2026/09/29	--
24 粤海 01	AAA	AAA	2024/06/24 至 本报告出具日	15/15	2024/03/19~ 2034/03/19	附第 5 年末发行人票面利率调整 选择权和投资人回售选择权
24 粤海 02	AAA	AAA	2024/10/25 至 本报告出具日	3/3	2024/11/06~ 2029/11/06	--
24 粤海 03	AAA	AAA	2024/10/25 至 本报告出具日	7/7	2024/11/06~ 2039/11/06	--
25 粤海 01	AAA	AAA	2025/02/20 至 本报告出具日	10/10	2025/04/11~ 2030/04/11	--
25 粤海 03	AAA	AAA	2025/04/09 至 本报告出具日	14/14	2025/04/17~ 2035/04/17	--

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	2025/02/20 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_2025_1)



注:

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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

中诚信国际认为，水务行业政策重点向节水、污水处理短板领域、水价调整及水利建设领域倾斜，水务企业净利润水平略有改善，但回款周期明显拉长，获现能力和偿债指标有所弱化。房地产方面，2024 年房地产销售规模降幅扩大，土地投资及新开工仍处于低位，随着利好政策的密集出台，行业整体出现回暖迹象。

水务行业

2024 年，水务行业政策重点向节水、污水处理短板领域、水价调整及水利建设领域倾斜，PPP 新机制相关政策反复强调防范新增政府隐性债务，并鼓励民营企业参与供排水项目；水务企业净利润水平略有改善，但回款周期明显拉长，获现能力和偿债指标有所弱化。展望 2025 年，在顶层政策与企业经营压力的双重推动下，各地水价上调工作有望提速，水务企业盈利能力或将随之提升；行业获现能力仍处于较好水平，且外部融资渠道通畅，行业整体偿债能力维持稳定；仍需关注区域政府支付能力下降、关联方资金往来对企业流动性带来的不利影响。

详见《中国水务行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11672?type=1>

房地产行业

2024 年房地产销售规模降幅扩大，土地投资及新开工仍处于低位，随着利好政策的密集出台，行业整体出现回暖迹象；预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，“止跌回稳”将成为行业主基调。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?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，经济及财政实力仍保持全国首位，但 2024 年以来，全省经济增速同比下滑，固定资产投资增速转负，一般公共预算收入和政府性基金收入也随之下滑。具体来看，2024 年广东省地区生产总值（GDP）141,633.81 亿元¹，按不变价格计算，比上年增长 3.5%，显著低于全国平均水平且增速较上年回落 1.3 个百分点；2024 年广东省固定资产投资额受房地产开

¹ 经济及财政数据来源分别为广东省统计局发布的《2024 年广东经济运行简况》和广东省财政厅发布的《广东省 2024 年预算执行情况和 2025 年预算草案的报告》。

发投资影响较大，比上年下降 4.5%，而扣除房地产开发投资全省固定资产投资增长 1.7%。2024 年全省一般公共预算收入 13,533.27 亿元，较上年执行数下降 2.3%，其中税收收入 9,817.1 亿元，下降 4.2%。受房地产市场调整影响，近年来政府性基金收入呈持续下滑趋势，2024 年进一步下降 23.3%至 3,451.88 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：近年来广东省经济财政情况（亿元、%）

项目	2022	2023	2024
GDP	129,118.58	135,673.16	141,633.81
GDP 增速	1.90	4.80	3.50
固定资产投资增速	-2.60	2.50	-4.50
一般公共预算收入	13,279.73	13,851.30	13,533.27
税收收入	9,285.22	10,242.55	9,817.1
一般公共预算支出	18,509.93	18,510.90	17,956.4
政府性基金收入	5,196.19	4,501.52	3,451.88
税收收入占比	69.92	73.95	72.54
公共财政平衡率	71.74	74.83	75.37

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：广东省政府及广东省财政厅官网，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，2023 年以来公司无新增购地，存量房地产项目面临较大的去化压力，市场以价换量特征明显，需对开发进度、物业去化、盈利水平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；马口铁业务为行业性供大于求，2024 年营收及毛利水平均有下降。鲜活食品业务是公司营收规模增长最快的业务板块，但该业务毛利水平较低，盈利贡献相对有限。

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、鲜活食品、金融业、工业地产、供电、路桥、百货业、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、麦芽业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 2025 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 1,154.46 万吨/日，污水处理能力共计 269.15 万吨/日。

表 2：近年来公司供水业务收入情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.1-3
----	------	------	------	----------

	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	79.5	39.61%	73.34	39.94%	79.63	45.03%	23.07	51.70%
城市供水业务	71.37	35.56%	44.86	24.43%	38.79	21.93%	9	20.17%
污水处理业务	29.64	14.77%	22.8	12.42%	17.02	9.62%	3.98	8.92%
勘测设计业务	15.29	7.62%	16.1	8.77%	16.74	9.47%	2.65	5.94%
其他业务	4.91	2.45%	26.53	14.45%	24.67	13.95%	5.92	13.27%
合计	200.71	100.00%	183.64	100.00%	176.85	100.00%	44.62	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、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 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	2022	2023	2024	2025.1~3
水务业务收入	原水供应业务	79.50	73.34	79.63	23.07
	城市供水业务	71.37	44.86	38.79	9
	污水处理业务	29.64	22.80	17.02	3.98
	小计	180.51	141.00	135.44	36.05
BOT 项目建造收入	原水供应业务	15.38	5.76	0.66	0.01
	城市供水业务	15.75	9.02	2.82	0.84
	污水处理业务	16.30	7.42	1.31	0.04
	小计	47.43	22.20	4.79	0.89
水务业务收入（剔除 BOT 建造收入影响）	原水供应业务	64.12	67.58	78.97	23.06
	城市供水业务	55.62	35.84	35.97	8.16
	污水处理业务	13.34	15.38	15.71	3.94
	小计	133.08	118.80	130.65	35.16

注：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2025 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）	1,099.40	1,049.00	2,148.40
城乡供水能力（万吨/日）	754.06	400.40	1,154.46
污水处理能力（万吨/日）	211.15	58.00	269.15
合计	2,064.61	1,507.4	3,572.01

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、珠江三角洲水资源配置工程项目（以下简称“珠三角项目”）沿线地市及江苏徐州、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。2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，骆马湖项目供水量分别为 29,582.99 万吨、31,155.38 万吨、29,516.63 万吨和 6,592.00 万吨；同期，盐城项目供水量分别为 24,015.3 万吨、23,471.62 万吨、22,587.95 万吨和 4,627.00 万吨。

近三年内公司在建的**重大原水项目**包括珠三角项目、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。截至 2024 年末，珠三角项目已完成投资 326.26 亿元，已到位资金 292.60 亿元（包括中央投资补助 34.17 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 156.08 亿元，其中公司出资 53.07 亿元）。珠三角配水工程已于 2024 年 1 月 31 日全线通水，6 月 1 日正式供水；自通水以来至 2025 年 3 月末，售水总量 48,556.6 万吨。

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 2025 年 3 月底，主体工程已全部开展施工，开工累计完成隧洞掘进 68 公里、管线施工 126 公里，累计完成投资 120.93 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 2025 年 3 月底，盾构工作井 17 座，已完工 16 座，占比 94%，全线共 15 台盾构机已全部始发掘进，累计掘进 23.7 公里，完成 93%；TBM 隧洞已贯通；顶管井 66 座，已完工 46 座，顶管施工累计完成 15.5 公里，完成 72%；

埋管工区 17 处，埋管施工累计完成 13.9 公里，完成 85%。截至 2025 年 3 月累计完成投资 62.11 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，2025 年 3 月末，公司拥有自来水公司 51 家（均为控股），17 家原水供应公司及 52 家污水公司，110 家污水处理厂²。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中国香港、广东深圳、广东东莞、广东广州、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 26,921.40 公里。

净水成本为自来水生产的主要成本，成本相对稳定；自来水终端需求量由居民生活需求和工业需求构成，前者较为稳定，而后者取决于当地的经济形势。2022~2024 年和 2025 年 1~3 月，公司售水总量分别为 8.42 亿吨、51.96 亿吨、55.23 亿吨和 14.21 亿吨，平均日售水量分别为 1,326.68 万吨、1,423.71 万吨、1,513.24 万吨和 1,578.82 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 年位于 1.38-4.03 元/吨之间，2024 年位于 1.39-4.04 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 2025 年 3 月末，公司拥有污水处理公司 52 家，污水处理厂 110 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。2019~2023 年，上市子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，2024 年以来，粤海投资暂无新增对外产能收购。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 38.08 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；	逾 80 亿元	185.4	11

² 本报告统计的污水处理厂不包括农村污水处理点。

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、保定涿源、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。

	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			
	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
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
重庆智慧水务项目	2023/7/20	投资合作	重庆市	0.00	0.12
合计	--	--	--	430.32	38.08

注：枫江特许经营项目为污水管网建设，故未新增供水能力，该项目已于 2024 年末签订协议提前终止。

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，业务结构以勘测设计为主，同时拓展了少量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	2022	2023	2024	2025.1~3
勘测设计	122,323.42	138,483.57	141,685.03	23,005.06
总承包	2,285.95	3,532.11	2,708.72	601.59
其他	28,330.42	19,024.55	23,037.04	2,924.17
合计	152,939.79	161,040.23	167,430.79	26,530.82

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	2022	2023	2024	2025.1~3
勘测设计	203,645.71	176,215.45	248,876.3	17,571.09
总承包	3,065.39	6,495.86	0.00	0.00
其他	23,487.00	31,025.70	26,363.56	1,085.06
合计	230,198.10	213,737.01	275,239.86	18,656.15

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，截至 2025 年 3 月末，水电设计院省内和省外业务占比分别为 85.39%和 14.61%；新签合同方面，水电设计院近三年新签合同金额均保持在 20 亿元以上。截至 2025 年 3 月末，水电设计院在手未完工合同额为 251.99 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，2023 年以来无新增购地，前期拿地项目均已进入开发和销售阶段，近年来公司着力推进存量项目的去化和交付。2024 年随着物业交付，物业销售业务的收入确认同比有所增长，但受房地产市场行情持续低迷影响，合同销售金额有所下降，2022~2024 年物业销售业务的毛利率分别为 48.40%、28.74%和 14.10%，盈利水平进一步滑落。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，截至 2025 年 3 月末，物业销售业务的有息债务余额已由 2022 年末的 287.32 亿元降至 191.42 亿元。

表 9：近年来公司物业销售业务概况（亿元）

项目	持股板块	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
合同销售金额	上市板块	47.41	76.42	70.59	10.95
	非上市板块	47.31	1.14	1.42	0.01
	合计	94.72	77.56	72.01	10.96
营业收入	上市板块	11.78	34.59	62.04	7.00
	非上市板块	49.99	20.93	0.66	-
	合计	61.77	55.52	62.70	7.00
有息债务余额	上市板块	202.76	207.96	164.88	154.83
	非上市板块	84.56	22.36	36.60	36.60
	合计	287.32	230.33	201.47	191.42

注：合计数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 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，均于 2019~2022 年拍得，2023 年以来无新增购地。

表 10：截至 2025 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）	江门粤海滨江项目	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）	珠海金湾项目	商住	珠海市金湾区	2020.06	6.02	13,768.00	22.95
TD2020(CC)WG0022	佛山湾华项目	住宅	佛山市禅城区	2020.12	4.33	18,464.00	27.20
G28-2020-0132	中山马鞍岛项目	住宅	中山翠亨新区	2020.12	9.88	15,000.00	37.05
JCR2020-55(蓬江 08)	江门甘化项目	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	云港城项目	商住	广州市白云区	2021.09	11.44	13,869.95	101.87
TD2022(CC)WG0008	佛山季华项目	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，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 2025 年 3 月末，公司在售项目已累计实现销售面积 99.98 万平方米，剩余可售面积 105.45 万平方米，已累计确认销售收入 150.79 亿元，累计回笼资金 262.78 亿元。整体看，公司存量项目的开发进度已超过八成，但在售住宅项目较多，部分项目如云港城项目、中山马鞍岛项目和江门甘化项目体量较大、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 2025 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	0.13	21.44	21.84
江门市蓬江区	江门粤海滨江项目	商住	19.37	18.70	22.27	15.89	3.71	13.36	15.23
广州市越秀区	泰康路项目	商住	39.03	33.98	11.86	4.48	0.22	29.00	30.36
江门市蓬江区	江门甘化项目	商住	52.13	33.31	61.33	17.61	26.07	15.49	18.01
珠海市金湾区	珠海金湾项目	商住	40.16	37.00	24.99	8.37	7.84	17.80	20.57
中山翠亨新区	中山马鞍岛项目	住宅	59.92	56.94	32.15	10.97	12.71	19.37	23.09
佛山市禅城区	佛山湾华项目	住宅	41.11	40.35	20.32	10.90	4.80	21.85	25.91
惠州市大亚湾区	惠州大亚湾项目	住宅	8.30	6.68	14.02	2.73	7.44	-	2.16
广州市白云区	云港城项目	商住	184.55	141.82	72.56	14.27	36.53	12.48	96.30
佛山市禅城区	佛山季华项目	商住	23.17	18.16	15.45	4.63	8.00	-	9.32
合计			475.86	394.18	287.79	99.98	105.45	150.79	262.78

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（又名粤海金融中心，原三诚国际金融中心）、南沙粤海湾区中心和深圳布心项目（粤海城）。其中，粤海广场（番禺天河城）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 2025 年 3 月末，该项目销售签约面积 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。2022~2024 年及 2025 年一季度，该项目分别实现物业运营收入 0.01 亿元、0.42 亿元、1.02 亿元和 0.33 亿元，2025 年 3 月末的出租率为 59.60%。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。深圳布心项目（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 2025 年 3 月末项目最终完成投资 93 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，均做出售用途，其中可供出售总楼面面积约 114,986 平方米，已交付 104,912.05 平方米，预计 2025 年和 2026 年分别回笼资金约 1.83 亿元和 0.74 亿元。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 2025 年 3 月末，已累计回笼资金 8.54 亿元，南地块则为自持物业。

总的来看，公司住房及商业地产项目均面临较大的去化压力，云港城、中山马鞍岛、江门粤海城等住宅项目仍有一定规模的待售体量，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。2024 年以来，公司展业的珠三角区域房市仍有较强的以价换量特征，公司签约销售额有一定下降，而盈利水平则进一步下滑，业务毛利率由 2022 年近 50% 下降至 2024 年的不足 15%，中诚信国际将对公司盈利水平、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 2025 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：近年来上市公司粤海投资主要物业资产及运营情况（亿港元、%）

项目名称	2022		2023		2024		2025.1~3	
	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	7.74	99.4	7.16	99.3	6.93	99	1.85	99.6
天津天河城购物中心	2.30	93.4	2.46	95.7	2.81	97.1	0.71	96.1
粤海天河城大厦	2.08	93.1	1.39	87.8	1.73	84.5	0.40	80.7
香港粤海投资大厦	0.49	95.8	0.47	91.6	0.46	95.3	0.12	94.3
番禺天河城购物中心	2.56	94.3	2.45	94.7	2.50	95.1	0.75	95.9
广州动漫星城	0.32	88.3	0.55	95.2	0.94	99.7	0.23	99.8
深圳天河城	0.04	85.2	0.62	92.0	0.79	92.3	0.24	92.4
粤海天地	-	-	0.02	87.7	0.46	91.8	0.11	93.1
合计	15.53	-	15.12	-	16.62	-	4.41	-

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 2022 年收入不包括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。

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，在管商住物业区位条件较好，近年来在管物业面积持续增长，截至 2025 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超过 950 万平方米，物业管理费收入也实现逐年增长。

工业地产：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 2025 年 3 月末，银瓶创新区基础设施 PPP 项目总投资 22.59 亿元⁵，已完成投资 21.50 亿元。该 PPP 项目包括园区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

⁵ 由于项目内部分路段建设政府立项未通过，该项目总投资由 47.54 亿元变更为 22.59 亿元。

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 2025 年 3 月末,已移交政府项目有粤海大道项目、爱民大道项目、大黎路项目、谢岗大道项目、29 号路 1 标段、2 标段、3 标段及 4 标段。目前,该项目 2024 年到期可用性服务费 2.43 亿元及运维服务费 0.18 亿尚未收回。

此外,肇庆智慧新能源产业园项目已完工,最终投资金额为 3.68 亿元;公司在建项目为南海粤海智能制造产业园项目,总投资 13.94 亿元,截至 2025 年 3 月末已完成投资 8.89 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 2025 年 3 月末,粤海投资旗下的酒店管理团队合计共管理 18 间酒店,其中 4 间位于香港、14 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。2022~2024 年和 2025 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 1,217 港元/间/日,同期平均入住率为 74.8%、69.6%、94.5%和 92.7%,2023 年酒店业务营收同比增长超过 60%,呈现良好的恢复态势,2024 年酒店业务营收及毛利状况与 2023 年大体持平。

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 2025 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 TeemLife 北京路家居馆共五间百货店;2023 年 3 月公司关停了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,该店于 2024 年 11 月闭店,2024 年 5 月新开设 TeemLife 北京路家居馆。目前公司经营的百货商场均位于广州市范围内,上述五间百货店的总租用面积约为 9.59 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,公司百货零售业务收入仍以天河城百货店为主,2024 年受益于天河城百货店营收增长,该业务收入有所回升。

表 13: 近年来公司百货零售业务情况(亿港元)

百货公司	2022	2023	2024	2025.1~3
天河城百货店	5.98	5.63	7.07	0.74
万博百货店	0.52	0.54	0.47	0.11
名盛百货店*	0.18	0.07	0.00	0.00
东圃百货店	0.75	0.69	0.48	0.12
奥体百货店	0.43	0.43	0.39	0.11
花都店*	0.13	0.22	0.20	0.00

TeemLife 北京路家居馆	--	--	0.002	0.0005
合计	7.99	7.58	8.61	1.08

注：1、标*百货店已停业，其中名盛百货店于 2023 年 3 月停业；花都店于 2022 年 1 月开业，并于 2024 年 11 月停业，TeemLife 北京路家居馆于 2024 年 5 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，永顺泰是国内产销规模最大的麦芽制造厂商，广东省制造业“单项冠军企业”，产能规模位居亚洲第一、世界第四。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。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，2024 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 51.35%，集中度较高。受下游需求走弱影响，2024 年麦芽销售规模同比下降，但受益于原料成本下行永顺泰毛利水平有所回升。

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，截至 2024 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。永顺泰与百威啤酒、嘉士伯、喜力啤酒、华润雪花啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒等知名啤酒制造商均有超过 20 年的合作历史。公司麦芽业务客户集中度较高，2024 年，前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为 64.82%。

表 14：近年来永顺泰麦芽业务经营情况

项目名称	2022	2023	2024
收入（亿元）	39.84	45.91	40.67
产能（万吨）	85.00	108.00	108.00
产量（万吨）	98.35	106.67	106.81
产能利用率（%）	115.71	98.77	98.90
销量（万吨）	104.39	100.20	104.66
产销率（%）	106.14	93.93	97.98

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，主要包括代理和经销及买卖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

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。

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约为 49%。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，2024 年鲜活食品业务的主营业务收入为 90.54 亿元，占同期公司主营业务收入的比重为 19.89%，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**包括供电、路桥、马口铁、粉末冶金和金融业务。**供电业务**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。电力供应业务盈利空间受上游燃煤价格和下游电价影响较大，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，2024 年受售电量减少等因素影响，两家电厂 2024 年售电收入均呈同比下降，其中中山电厂受惠于煤价下调，其税前净利润有显著增长，靖海电厂综合人民币兑港币汇率变动后当期利润有所下滑⁷。

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）
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	27.59	9.49	0.00	157.47	71.14	0.75

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

路桥业务由粤海投资负责，截至 2025 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 58.23%。兴六高速公路于 2003 年 8 月通车，经营期至 2032 年 11 月 23 日（含 79 天补偿），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。受道路分流及货运需求不足等因素影响，兴六高速 2024 年日均通行量和营业收入均有所下降。

表 16：近年来兴六高速运营及分红情况

项目	2022	2023	2024	2025.1~3
日均收费车流量（万辆次）	2.31	2.72	2.57	2.70

⁷ 中山电厂 2024 年度税前利润（不包括净财务费用）为 1.39 亿港元（2023 年为 1.00 亿港元）；靖海电厂 2024 年度税前利润为 3.99 亿港元（2023 年为 4.77 亿港元）。

营业收入（亿元）	5.56	5.98	5.64	1.42
宣派分红（亿元）	4.38	0.19	2.71	0

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，公司供电业务易受燃煤价格、上网电量及电价等因素影响，营收和盈利水平呈现波动，路桥业务路产单一且规模较小，营收及盈利水平易受局部道路分流和客货车比例变动等因素影响。

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”），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 2024 年末，公司拥有年产能共 49 万吨马口铁。销售方面，公司出口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，其中赊销账期以一个月为主，赊销额度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，2024 年营收规模和毛利率水平均呈现同比下降。

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	2022	2023	2024
收入	28.16	22.51	20.32
产能	49.00	49.00	49.00
产量	28.80	28.69	29.34
产能利用率	58.78	58.55	59.88
销售量	28.70	29.10	29.19
产销率	99.65	101.57	99.49

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 2025 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。目前华金科技主要原材料供应商均在国内，主要集中于广东和山东。生产方面，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，华金科技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。2024 年，华金科技实现营业收入 2.03 亿元，较上年同期增长 33.14%，但由于新开发 SMC 项目市场开拓受限，小量多批次订单多，致产能利用率偏低，成本偏高，未能形成规模效应，尚未达到盈亏平衡点，拉低了整体利润，2024 年归属于挂牌公司股东的净利润仅为 0.05 亿元，同比下滑 34.22%。

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，2024 年营收规模和毛利率水平平均呈现同比下降；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，新开发项目尚未达到盈亏平衡点，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 2025 年 3 月末，粤海财务公司服务存量成员单位（含分公司，下同）259 家，其中存款单位 253 家，归集（含手工归集）账户数 338 个，并通过公司资金系统实现对集团体系内公司共 2,483 个账户进行监控。同期末，粤海财务公司资金归集规模为 139.15 亿元，全口径资金集中度 53.95%，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

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资金归集规模（亿元）	239.26	190.35	125.39	139.15
全口径资金集中度（%）	54.12	64.53	47.22	53.95
存款总额（亿元）	239.26	190.35	125.39	139.15
其中：活期存款余额（亿元）	138.08	84.70	54.52	48.74
日均存款余额（亿元）	139.19	159.29	138.86	131.29
存放同业款项余额（亿元）	154.71	94.43	50.22	90.60
再贴现余额（亿元）	0.001	0	-	0
同业拆入资金余额（亿元）	0	0	-	0
证券投资余额（亿元）	9.28	13.08	12.15	12.19
质押式逆回购余额（亿元）	0	20.00	-	0
贷款余额（亿元）	92.48	81.73	83.94	56.86

注：上表中 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 年之后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 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。上述各项业务规模随着公司战略调整均有所收缩，但仍保持了较好的盈利水平。

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	2022		2023		2024		2025.1~3	
	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	15,611.90	40,371.54	16,232.34	5,589.58	12,962.15	9,656.91	3,493.46	5,583.89
融资租赁	23,958.48	13,145.88	30,551.56	11,897.28	19,332.65	12,297.38	5,922.67	2,887.28
商业保理	9,099.11	5,104.99	14,642.24	7,355.68	10,531.71	6,819.91	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 2025 年 3 月末，公司主要股权投资余额 36.60 亿元，包括广东粤电靖海发电有限公司、肇庆市肇水水务发展有限公司和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 2025 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	83,340.19	25.00%
肇庆市肇水水务发展有限公司	22,046.00	24,569.13	30.00%
江河港水务（常州）有限公司	7,110.00	14,101.37	30.00%
广东永旺天河城商业有限公司	8,004.15	11,452.40	35.00%
湖北金旭农业发展股份有限公司	3,826.88	0	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	14,383.98	34.00%
广东粤东城际铁路有限公司	218,200.00	218,200.00	18.47%
合计	353,916.47	366,047.07	--

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。近年来，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。此外，待售物业减值和自持物业资产的公允价值下行对公司盈利造成侵蚀，但其影响较上年同期有所收窄，公司 2024 年盈利能力同比有所改善，但仍处 2009 年以来的较低水平。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，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，原水供应业务和污水处理业务收入均保持同比上升，整体业务毛利率水平进一步提升至 52.13%，贡献了公司超过六成的毛利润。近年来房地产市场以价换量特征明显，2024 年物业销售收入随着物业交付有所回升，但其毛利率已由 2022 年的 48.40% 逐年下滑至 2024 年的 14.10%，2025 年一季度进一步下滑至 8.32%，对公司主营业务的综合毛利率形成拖累。麦芽业务方面，受下游需求走弱影响，2024 年麦芽销售规模同比下降，但原料成本下行背景下麦芽业务的毛利水平有所回升；同期，马口铁仍为行业性供过于求，公司马口铁业务营收规模有所收缩，毛利率水平也有所下降。此外，鲜活食品业务已成为公司主营业务营收占比仅次于供水业务的收入来源，但 2024 年该业务毛利率水平仅为 3.72%，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，公司供电业务的

亏损压力得到一定缓释，该业务毛利率由亏损转为盈利；2024 年酒店业务经营平稳，营收规模和盈利水平均与上年基本持平。

表 21：近年来公司主营业务收入构成情况（亿元、%）

业务	2022			2023			2024			2025.1~3		
	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
供水业	200.71	46.67	45.27	183.64	41.70	49.02	176.85	38.85	52.13	44.62	43.82	59.18
物业经营	14.43	3.36	93.45	15.09	3.43	90.54	17.51	3.85	83.70	5.01	4.92	84.56
物业销售	61.77	14.36	48.40	55.52	12.61	28.74	62.70	13.77	14.10	7.00	6.87	8.32
物业管理	2.11	0.49	-17.82	2.07	0.47	-36.42	2.14	0.47	22.47	0.93	0.91	20.46
麦芽业	39.84	9.26	9.53	45.91	10.42	9.03	40.67	8.93	12.61	9.75	9.57	10.99
鲜活食品	47.03	10.94	4.54	72.84	16.54	3.73	90.54	19.89	3.72	21.73	21.34	3.29
金融业	6.26	1.46	97.07	8.76	1.99	99.69	6.99	1.54	99.26	0.83	0.82	100.00
工业地产	2.63	0.61	68.33	3.02	0.69	72.51	7.19	1.58	56.63	1.11	1.09	68.12
供电	11.23	2.61	-68.07	11.83	2.69	-27.59	9.49	2.08	11.63	3.35	3.29	12.32
路桥	5.56	1.29	61.36	5.98	1.36	60.99	5.64	1.24	57.15	1.42	1.40	57.58
百货业	6.85	1.59	54.75	6.83	1.55	58.10	7.86	1.73	41.11	1.00	0.98	73.22
酒店业	4.34	1.01	45.15	7.04	1.60	55.57	7.07	1.55	56.11	1.86	1.83	51.04
马口铁	24.15	5.62	12.12	20.26	4.60	12.78	18.53	4.07	8.67	4.63	4.54	10.07
粉末冶金	1.29	0.30	24.67	1.51	0.34	23.28	2.03	0.45	26.25	0.71	0.69	30.87
其他	1.81	0.42	-70.72	0.10	0.02	-478.18	0.07	0.02	29.29	-2.11	-2.07	25.59
合计	430.02	100.00	35.14	440.40	100.00	33.46	455.26	100.00	32.81	101.83	100.00	37.16

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，2024 年公司财务费用保持稳定，但当期上缴国有资源使用费的规模有所下降，公司管理费用同比下降。受益于管理费用的下行，公司 2024 年期间费用率同比下降 3.48 个百分点至 17.42%。2024 年公司投资收益同比有所下降⁸，当期对待售物业计提了较大金额的存货跌价损失，但整体资产减值损失金额较 2023 年有所收窄，同时受自持物业市场价值波动影响，公允价值变动收益转为-1.53 亿元。综合看，物业销售业务盈利水平进一步下降、房市以价换量背景下待售物业减值以及自持物业资产的公允价值持续下行对公司的盈利水平造成侵蚀，公司 2024 年利润总额和净利润分别为 56.98 亿元和 29.49 亿元，仍处 2009 年以来的较低水平，但盈利能力较 2023 年的低位有所改善，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、%）

	2022	2023	2024	2025.1~3
营业毛利率	34.70	33.41	32.82	37.34
期间费用合计	68.94	93.07	80.08	20.88
其中：财务费用	14.05	22.23	22.51	5.44
管理费用	40.39	55.38	42.84	12.41
期间费用率	15.82	20.90	17.42	20.18
经营性业务利润	68.95	50.23	70.47	14.55
投资收益	3.17	6.28	3.95	0.21
资产减值损失	-0.67	-14.05	-10.27	0.00
信用减值损失	1.65	-0.87	-4.30	0.17

⁸ 2024 年公司投资收益同比下降主要系当期长期股权投资收益处置所产生的投资收益较小，2023~2024 年公司处置长期股权投资产生的投资收益分别为 3.20 亿元和 0.27 亿元。

公允价值变动收益	15.81	2.75	-1.53	-0.05
利润总额	90.70	44.82	56.98	14.87
净利润	67.17	22.19	29.49	8.19
总资产收益率	4.52	2.90	3.37	--

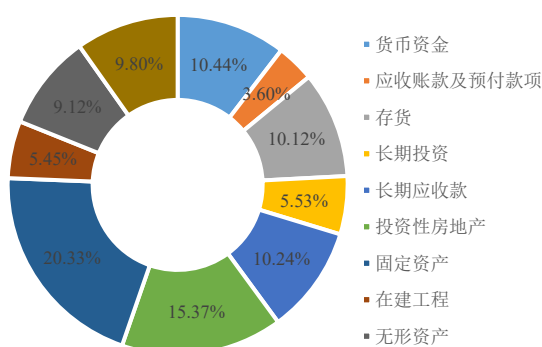
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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 2025 年 3 月末，公司资产总计为 2,593.17 亿元，较 2024 年初增加 95.37 亿元，主要是水务业务相关特许经营权、重大在建工程投入的增加。

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，但房地产市场下行背景下公司物业面临较大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。

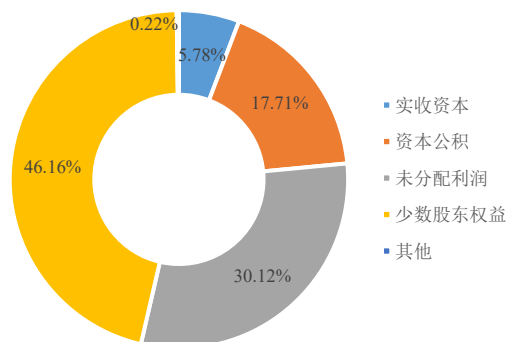
图 1：截至 2025 年 3 月末公司资产分布情况



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 2025 年 3 月末公司权益情况



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

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。2024 年，公司资本公积同比增加主要系收到各级财政注入项目资本金 38.81 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，2025 年 3 月末公司少数股东权益较 2024 年初增加 3.76 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。

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。2024 年以来公司债务扩张放缓，2025 年 3 月末公司总债务较 2024 年初增长 37.28 亿元（期间增幅为 3.92%），同期净债务增长 23.07 亿元（期间增幅为 3.27%），财务杠杆保持基本稳定。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有所攀升。

表 23：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.3
资产总计	2,372.89	2,497.81	2,542.79	2,593.17
非流动资产占比	63.72	68.04	71.71	70.01
所有者权益合计	953.93	991.20	1,031.56	1,037.35
总债务	887.96	951.27	936.96	988.24
净债务	538.08	706.39	717.92	729.14
资产负债率	59.80	60.32	59.43	60.00
总资本化比率	48.21	48.96	47.60	48.79

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，因此近三年公司经营活动净现金流同比回升，2024 年经营活动净现金流达 205.22 亿元。但考虑到，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，2022~2024 年投资活动产生的现金净流出分别达 135.42 亿元、204.72 亿元和 168.37 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，停止购地后经营活动净现金流持续改善，但公司投资活动现金净流出较大，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，近年来超短期融资券等短期工具使用较为频繁，因此公司短债占比随超短期融资券的发行及偿付有所波动，需持续关注资本市场环境及融资监管政策变化。2024 年以来，公司对外融资节奏显著放缓，2024 年筹资活动净现金流已转负。

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 2025 年 3 月末，公司短期债务/总债务为 21.39%，有

超过五成债务在 2029 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 2024 年以来随着公司经营活动净现金流的大幅回升，公司经营性现金流对利息支出的覆盖能力显著改善，同期 EBITDA 亦有所增长，保持了对债务利息支出较强的保障能力。

表 24：近年来公司现金流及偿债能力指标（亿元、X、%）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营活动产生的现金流量净额	48.69	93.49	205.22	43.98
投资活动产生的现金流量净额	-135.42	-204.72	-168.37	-42.63
筹资活动产生的现金流量净额	138.79	10.09	-68.22	38.67
收现比	1.04	1.09	1.06	1.12
总债务	887.96	950.96	936.96	988.24
短期债务/总债务	18.47	17.40	19.71	21.39
EBITDA	136.50	102.89	119.89	--
EBITDA 利息覆盖倍数	5.50	3.18	3.93	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	1.96	2.89	6.72	6.18

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

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，但对重大投资性支出、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、上市公司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

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。

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 2025 年 3 月末，粤海控股对系统内公司的担保余额合计为 53.60 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。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。截至 2025 年 3 月末，母公司个别口径总债务为 275.49 亿元，短期债务为 88.29 亿元，其中包括公司发行的全部 40 亿元存续超短期融资券。同期末，母公司口径总资本化比率达 67.20%，短期债务/总债务达 32.05%，近年来财务杠杆水平持续攀升，短期债务占比较高，财务弹性有待改善。

表 25：近年来母公司主要财务指标

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金（亿元）	74.09	24.74	7.20	28.01
总债务（亿元）	243.92	233.18	265.96	275.49
净债务（亿元）	169.83	208.44	258.77	247.48
短期债务/总债务（%）	21.96	11.51	29.68	32.05
总资本化比率（%）	62.54	63.86	65.75	67.20
投资收益（亿元）	12.23	15.54	26.64	0.09

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 2025 年 3 月末，公司受限资产账面净值合计 347.22 亿元，占总资产比重为 13.39%，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 2025 年 3 月末，公司对外担保金额 48.21 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；同期末，公司无重大未决诉讼。

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 2025 年 4 月，公司本部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

——2025 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。

¹⁰ 中诚信国际对发行主体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发行主体相关的重要假设，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发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

——2025 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。

——2025 年，公司固定资产类投资规模预计在 200 亿元左右，无显著股权投资。

——公司融资节奏继续放缓，2025 年末总债务与 2024 年末大体持平，公司预计获得财政注入项目资本金约 22 亿元。

预测

表 26：公司重点财务指标预测情况

	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资产收益率（%）	2.90	3.37	3.82~4.66
总资本化比率（%）	48.97	47.60	41.30~50.48
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.18	3.93	4.23~5.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

ESG¹¹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，截至 2025 年 3 月末，公司未使用授信额度为 3,736.53 亿元，备用流动性充足，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 34 年经济总量位居全国第一，2024 年地区生产总值（GDP）达 14.16 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

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。

对公司的支持意愿很强。

跟踪债券信用分析

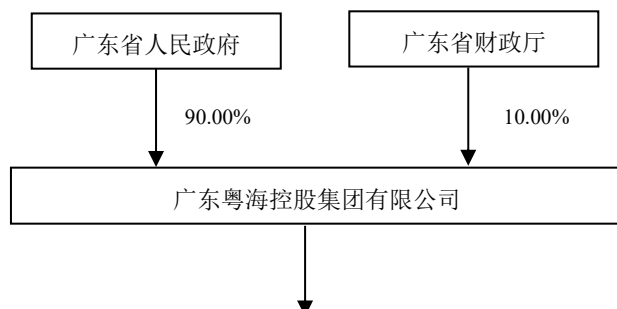
“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”募集资金总额为 15 亿元，其中募集资金 3.7 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，4.3 亿元用于粤海泰康路停车场建设项目，剩余 7 亿用于补充流动资金；“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金总额为 18 亿元，募集资金 11.8 亿元用于三诚国际金融中心停车场建设项目，剩余 6.2 亿用于补充流动资金。截至 2024 年末，“17 粤海专项债 01/17 粤海 01”、“18 粤海专项债 01/18 粤海 01”募集资金已按募集说明书约定使用完毕；三诚国际金融中心停车场建设项目、粤海泰康路停车场建设项目已建成运营。“19 粤控 02”募集资金为 6 亿元，募集资金用于偿还公司借款和东莞银瓶产业园区项目建设。“21 粤海 02”募集资金为 20.00 亿元，用于偿还公司债务。“24 粤海 01”募集资金为 15 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还到期公司债“21 粤海 01”本金，剩余部分用于向子公司广东粤海水务股份有限公司增资；“24 粤海 02”募集资金为 3 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司债券“21 粤海 03”回售部分本金或置换已用于偿还公司债券“21 粤海 03”回售部分本金的自有资金；“24 粤海 03”募集资金为 7 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司债券“21 粤海 03”回售部分本金或置换已用于偿还公司债券“21 粤海 03”回售部分本金的自有资金。根据公司发布的《广东粤海控股集团有限公司公司债券年度报告（2024）》，截至 2025 年 4 月末，上述债项募集资金均已使用完毕，募集资金专项账户运作规范，募集资金的使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。“25 粤海 01”募集资金为 10 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于置换已用于偿还公司债券“20 粤控 01”回售本金的自有资金，且用于回售部分的公司债券不转售；“25 粤海 03”募集资金为 14 亿元，拟全部用于对子公司广东粤海水务股份有限公司进行注资。截至 2025 年 6 月 20 日，“25 粤海 01”募集资金已按照募集约定使用完毕，“25 粤海 03”已按照募集约定使用 10 亿元，仍有 4 亿元未使用完毕。

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有力，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”、“19 粤控 02”、“21 粤海 02”、“24 粤海 01”、“24 粤海 02”、“24 粤海 03”、“25 粤海 01”、“25 粤海 03”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 2025 年 3 月末）



子公司全称	简称	持股比例（%）
粤海控股集团有限公司	香港粤海	100.00
广东粤海水务股份有限公司	粤海水务股份	100.00
粤海集团财务有限公司	财务公司	100.00
广东粤海城市投资有限公司	粤海城投	100.00
广东粤港投资开发有限公司	粤港投资	100.00
粤海永顺泰集团股份有限公司	永顺泰	51.52
广州粤海仰忠汇置业有限公司	仰忠汇置业	100.00
盐城粤海水务有限公司	盐城粤海水务	49.00
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
徐州粤海水务有限责任公司	徐州粤海水务	51.00
深圳市东深投资控股有限公司	东深控股	100.00
广东粤海集团企业服务有限公司	粤海企服	100.00
粤海物业管理有限公司	粤海物业	96.58
广东粤海华金科技股份有限公司	华金科技	70.59
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：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	365.08	258.83	245.95	270.80
应收账款	50.99	65.18	77.40	81.48
其他应收款	15.21	26.34	27.45	27.40
存货	347.06	322.73	265.22	262.50
长期投资	91.61	115.60	148.14	143.47
固定资产	195.35	210.82	530.75	527.21
在建工程	231.29	314.57	123.34	141.28
无形资产	252.69	258.14	240.98	236.37
资产总计	2,372.89	2,497.81	2,542.79	2,593.17
其他应付款	103.62	99.67	105.56	105.27
短期债务	164.04	165.45	184.68	211.42
长期债务	723.92	785.50	752.29	776.82
总债务	887.96	950.96	936.96	988.24
净债务	538.08	706.07	717.92	729.14
负债合计	1,418.96	1,506.61	1,511.23	1,555.82
所有者权益合计	953.93	991.20	1,031.56	1,037.35
利息支出	24.83	32.37	30.52	7.12
营业总收入	437.73	447.28	461.44	103.79
经营性业务利润	68.95	50.23	70.47	14.55
投资收益	3.17	6.28	3.95	0.21
净利润	67.17	22.19	29.49	8.19
EBIT	107.26	70.66	85.01	21.06
EBITDA	136.50	102.89	119.89	--
经营活动产生的现金流量净额	48.69	93.49	205.22	43.98
投资活动产生的现金流量净额	-135.42	-204.72	-168.37	-42.63
筹资活动产生的现金流量净额	138.79	10.09	-68.22	38.67
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	34.70	33.41	32.82	37.34
期间费用率(%)	15.82	20.90	17.42	20.18
EBIT 利润率(%)	24.61	15.86	18.49	20.35
总资产收益率(%)	4.52	2.90	3.37	--
流动比率(X)	1.54	1.37	1.23	1.28
速动比率(X)	0.92	0.82	0.78	0.85
存货周转率(X)	0.82	0.89	1.05	--
应收账款周转率(X)	8.55	7.67	6.45	--
资产负债率(%)	59.80	60.32	59.43	60.00
总资本化比率(%)	48.21	48.97	47.60	48.79
短期债务/总债务(%)	18.47	17.43	19.71	21.39
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.01	0.05	0.17	0.18
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.06	0.27	0.86	0.83
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	1.96	2.89	6.72	6.18
总债务/EBITDA(X)	6.51	9.25	7.82	--
EBITDA/短期债务(X)	0.83	0.62	0.65	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	5.50	3.18	3.93	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	4.32	2.18	2.79	2.96
FFO/总债务(X)	0.06	0.05	0.07	--

注：1、2025 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：亿元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	74.09	24.74	7.20	28.01
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	51.85	53.17	106.03	94.25
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	264.83	298.98	315.63	315.74
固定资产	0.12	0.12	0.10	0.10
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.13	0.18	0.20	0.21
资产总计	496.14	468.59	502.47	507.81
其他应付款	103.65	45.11	45.61	45.63
短期债务	53.57	26.83	78.94	88.29
长期债务	190.35	206.35	187.02	187.20
总债务	243.92	233.18	265.96	275.49
净债务	169.83	208.44	258.77	247.48
负债合计	350.05	336.65	363.91	373.32
所有者权益合计	146.08	131.94	138.56	134.49
利息支出	7.39	7.34	8.44	1.81
营业总收入	0.54	0.09	0.00	0.00
经营性业务利润	-6.93	-22.59	-14.81	-1.47
投资收益	12.23	15.54	26.64	0.09
净利润	5.29	-7.15	11.73	-1.38
EBIT	12.76	0.29	20.27	0.43
EBITDA	13.06	0.29	20.27	--
经营活动产生的现金流量净额	-0.98	7.67	30.21	-0.46
投资活动产生的现金流量净额	-0.42	-12.08	-62.62	16.23
筹资活动产生的现金流量净额	24.23	-44.95	9.86	5.04
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
EBIT 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	2.57	0.06	4.18	--
流动比率(X)	0.79	1.15	1.11	1.08
速动比率(X)	0.79	1.15	1.11	1.08
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	70.56	71.84	72.42	73.52
总资本化比率(%)	62.54	63.86	65.75	67.20
短期债务/总债务(%)	21.96	11.51	29.68	32.05
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.09	0.03	0.11	-0.01
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.39	0.29	0.38	-0.02
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-0.13	1.05	3.58	-0.25
总债务/EBITDA(X)	18.67	809.11	13.12	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.01	0.26	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.77	0.04	2.40	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.73	0.04	2.40	0.24
FFO/总债务(X)	-0.09	0.03	0.11	--

注：1、2025 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	(营业收入-营业成本)/营业收入
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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	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：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、分保费用”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