

信用评级公告

联合〔2021〕6409号

联合资信评估股份有限公司通过对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“19 粤海水务 ABN001 优先”的信用等级为 **AAA_{sf}**。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

徐州粤海水务有限责任公司2019年度第一期资产支持票据

2021年跟踪评级报告

评级结果

票据简称	未偿金额 (亿元)		占比 (%)		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
19 粤海水务 ABN001 优先	15.157	15.991	96.68	96.85	AAA _{sf}	AAA _{sf}
19 粤海水务 ABN001 次	0.52	0.52	3.32	3.15	NR	NR
总计	15.677	16.511	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托设立日：2019 年 2 月 19 日

资产跟踪基准日：2021 年 3 月 31 日

票据跟踪基准日：2021 年 6 月 5 日

跟踪期间：2020 年 6 月 6 日—2021 年 6 月 5 日

基础资产：委托人依据资产合同（包括《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目 PPP 项目协议》、《徐州市骆马湖水源及原水管线 PPP 项目之原水供应服务协议》，下同）对徐州市水务局（即付款义务人）享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费之收费收益权

委托人/发起机构/原始权益人/资产服务机构/徐州水司：
徐州粤海水务有限责任公司

差额支付承诺人/粤海集团：广东粤海控股集团有限公司

法定到期日：2040 年 3 月 5 日

跟踪评级时间

2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
企业未来应收款项证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

分析师：

方竹沁 蔡 萌

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的发起机构、差额支付承诺人信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下“19 粤海水务 ABN001 优先”信用等级为 AAA_{sf}，上述评级结果反映了“19 粤海水务 ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

1. 基础资产归集现金流对优先级资产支持票据剩余本息保障程度良好。截至本次票据跟踪基准日，各档优先级资产支持票据当期应付本息均按计划正常兑付；各期归集现金流对当期优先级资产支持票据的本息支出覆盖倍数最低为 1.32 倍，覆盖情况良好。
2. 差额支付承诺人粤海集团对优先级资产支持票据的偿付起重要信用支撑作用。粤海集团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，战略地位突出；业务布局多元化，供水业务具有很强的区域专营优势；融资渠道畅通，其作为差额支付承诺人对优先级资产支持票据本息的偿还具有重要的信用支撑作用。

差额支付承诺人主要财务指标：

广东粤海控股集团有限公司（合并口径）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	290.81	262.76	280.24	357.66
资产总额（亿元）	1027.31	1167.17	1508.65	1700.03
所有者权益（亿元）	605.74	666.39	747.30	790.46
短期债务（亿元）	28.80	18.76	108.44	148.64
长期债务（亿元）	231.51	279.26	326.62	434.47
全部债务（亿元）	260.31	298.03	435.06	583.11
营业总收入（亿元）	175.78	234.30	314.99	78.73
利润总额（亿元）	42.51	64.52	68.69	28.31
EBITDA（亿元）	64.15	91.74	96.14	--
经营性净现金流（亿元）	57.62	72.05	52.57	-19.80
营业利润率（%）	44.81	43.05	35.38	40.02
净资产收益率（%）	4.39	6.76	5.81	--
资产负债率（%）	41.04	42.91	50.47	53.50
全部债务资本化比率（%）	30.06	30.90	36.80	42.45
流动比率（%）	307.89	277.53	158.20	181.99
经营现金流动负债比（%）	41.80	47.02	15.91	--
现金短期债务比（倍）	10.10	14.00	2.58	2.41
EBITDA 利息倍数（倍）	11.63	11.52	10.39	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.06	3.25	4.53	--

注：1. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 合并口径其他流动负债、租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；粤海集团本部其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务及相关指标核算

资料来源：粤海集团提供、联合资信根据粤海集团审计报告和财务报表整理

关注

1. **基础资产质押登记期限短于资产支持票据存续期限，可能存在善意第三人风险。**
 本交易基础资产已经质押给受托人外贸信托。质押登记期限仅为5年，无法覆盖资产支持票据的存续期，虽然质押协议约定质押有效期直至被担保债务全部偿付之日结束，但如果在质押登记到期后，徐州水司未办理后续水费收费权的质押登记，则可能存在善意第三人风险。
2. **需关注粤海集团相关运营风险。**粤海集团资本支出压力大；有息债务规模快速增长，本部债务负担偏重；所有者权益稳定性较弱。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、除因本次评级事项联合资信与委托方构成委托关系外，联合资信、评级人员与委托方及本交易其他相关方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次跟踪评级结果的有效期为“徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

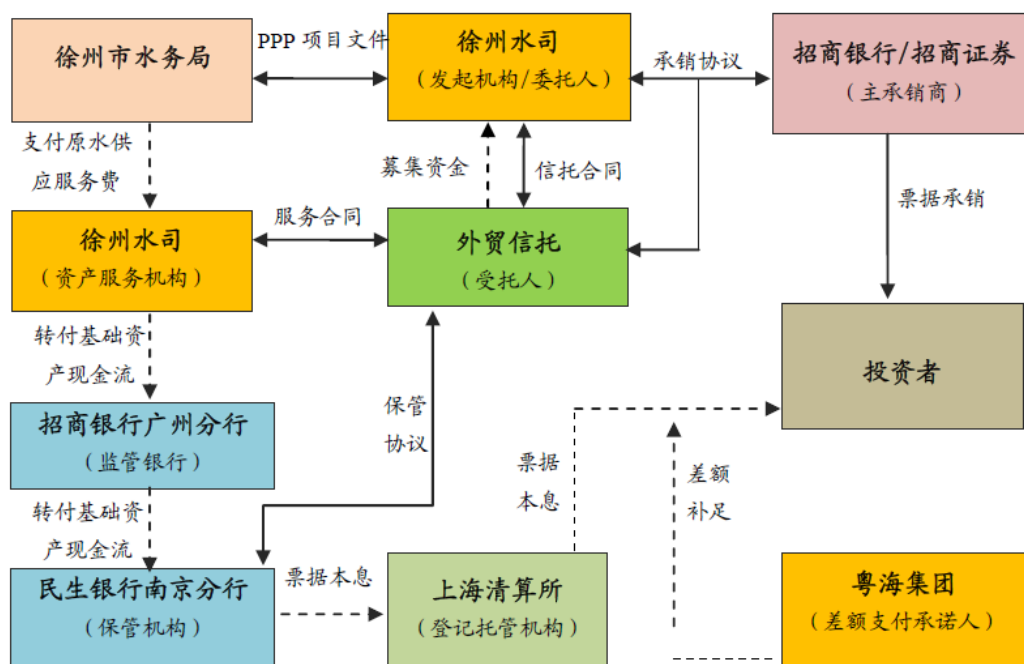
一、交易概况

本交易的发起机构徐州粤海水务有限责任公司（以下简称“徐州水司”）依据资产合同（包括《徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 项目协议》《徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 项目之原水供应服务协议》，下同）对徐州市水务局（即付款义务人）享有的在特定收款期间的特定金额¹的原水供应服务费之收费收益权作为基础资产，采用特殊目的信托载体机制，通过中国对外经济贸易信托有限公司（以下简称“外贸信托”或“受托人”）设立“徐州粤海水

务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据信托”（以下简称“票据信托”）。外贸信托以受托的信托资产为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据，投资者通过购买并持有该等资产支持票据取得本信托项下相应的信托受益权。

本交易设置了差额补足机制，广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海集团”）作为差额支付承诺人对优先级资产支持票据本息的及时足额偿付承担差额支付义务。

图 1 交易结构图



本交易设置了委托人对优先级资产支持票据的回购权、票面利率的调整安排和资产支持票据的赎回及回售安排。截至票据跟踪基准日，本交易尚未到回购公告期、票面利率调整期、回售登记期。

本期资产支持票据总发行规模为 17.32 亿元，其中优先级资产支持票据“19 粤海水务 ABN001 优先”发行规模 16.80 亿元；次级资产

支持票据“19 粤海水务 ABN001 次”发行规模为 0.52 亿元，由徐州水司全额认购。优先级资产支持票据“19 粤海水务 ABN001 优先”按季度付息，每季度按计划摊还本金；次级资产支持票据“19 粤海水务 ABN001 次”按季获得期间收益，并在优先级资产支持票据本息偿付完毕后获得剩余收益。

¹ 特定金额为《信托合同》附件一《资产清单》约定的金额。

表1 截至票据跟踪基准日资产支持票据概要（单位：亿元）

债券简称	实际发行金额	未偿金额	还本付息方式	发行利率	期限
19 粤海水务 ABN001 优先	16.80	15.157	按季付息，按计划摊还本金	4.25%	预期到期日为 2038 年 3 月 5 日 （下一个兑付日为 2021 年 9 月 5 日，下一个回售行权日为 2021 年 12 月对应的兑付日）
19 粤海水务 ABN001 次	0.52	0.52	按季获得期间收益，并在优先级资产支持票据本息偿付完毕后获得剩余收益	--	
合计	17.32	15.677	--	--	--

资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

二、票据兑付情况

跟踪期内，优先级资产支持票据本息按时足额兑付。本交易未发生“违约事件”“加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事项。基础资产质押登记期限短于资产支持票据存续期限，可能存在善意第三人风险。

本交易信托计划于2019年2月19日成立，实际发行规模为17.32亿元（包括次级资产支持票据0.52亿元）。截至票据跟踪基准日，本交易基础资产已经质押给受托人外贸信托，并办理了质押

登记。质押协议约定质押有效期直至被担保债务被全部偿付之日结束，质押登记期限从2019年3月21日至2024年3月20日，质押登记期限仅为5年，无法覆盖资产支持票据的存续期，若在质押登记到期后，徐州水司未办理后续水费收费权的质押登记，则可能存在善意第三人风险。

跟踪期内，本交易资产支持票据共进行了4次分配，具体情况见下表。

表2 本次跟踪期内资产支持票据兑付情况（单位：万元）

分配期次	兑付日 ²	19粤海水务ABN001优先		19粤海水务ABN001次	
		分配本金	分配利息	分配本金	分配利息
第7次分配	2020年9月5日	1740.00	1708.33	0.00	1534.12
第8次分配	2020年12月5日	1810.00	1671.37	0.00	1555.70
第9次分配	2021年3月5日	3870.00	1634.09	0.00	1759.02
第10次分配	2021年6月5日	920.00	1633.52	0.00	2371.07

资料来源：资产服务机构、受托人提供，联合资信整理

跟踪期内，徐州水司足额归集基础资产所产生的现金流，各档票据当期预期支出均按计划正

常兑付，未发生“违约事件”“加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事项。

三、基础资产分析

本交易基础资产为徐州水司依据资产合同对徐州市水务局享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费。

1. 区域经济环境分析

2020年，徐州市区域经济平稳发展，为基础资产的运营提供了良好的外部环境。

2020年，徐州市实现地区生产总值（GDP）7319.77亿元，按可比价计算，比上年增长3.4%。其中，第一产业增加值718.68亿元，增长2.8%；第二产业增加值2931.61亿元，增长4.0%；第三产业增加值3669.48亿元，增长3.0%。预计全市人均地区生产总值达到8.28万元。

财政收入方面，2020年，徐州市全年实现一

² 该日期为《兑付兑息公告》上披露日期。若该日为工作日，则实际兑付日相应顺延至下一工作日。

般公共预算收入481.82亿元，比上年增长2.9%；其中，税收收入380.68亿元，增长1.8%，占一般公共预算收入比重达79.0%。全年一般公共预算支出958.07亿元，比上年增长8.6%。

2. 基础资产经营表现

本次跟踪期间，徐州水司超额实现了各季度的目标供水量，供水量达成率良好；2019年和2020年年度结算的10%原水供应服务费收取时间滞后，2021年一季度的供应服务费暂未全额拨

付。

本交易的基础资产为徐州水司依据资产合同对徐州市水务局享有的在特定收款期间的特定金额的原水供应服务费之收费收益权。

2020年4月至2021年3月，徐州水司均实现了各季度的目标供水量，平均目标供水量达成率140.16%，超额实现了各季度的目标供水量，供水量达成率良好。同期，徐州水司应收供应服务费为23382.14万元。

表3 2020年4月至2021年3月各季度徐州水司供水量和应收服务费情况（单位：万吨、万元）

特定区间	实际供水量	目标供水量	达成率（实际供水量/目标供水量）	应收供应服务费
2020年4—6月	6028.10	4418.96	136.41%	5805.66
2020年7—9月	6499.08	4467.52	145.47%	5930.59
2020年10—12月	6493.59	4467.52	145.35%	5929.76
2021年1—3月	6493.59	4850.10	133.89%	5716.13
合计	25514.37	18204.10	140.16%	23382.14

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

对应上述归集期间的徐州水司供应服务费现金流实际收入情况见下表。特别地，根据《项目协议书》，每季支付费用=本季度实际原水供应服务费*90%，扣10%作为供应量考核调整，每年底综合计算结算一次。2020年3月至2021年5月期间，除年度结算的10%原水供应服务费收取时间略有滞后外，2021年一季度的供应服务费由于政府对增值税缴纳相关事项有异议导致暂未全额拨付外，其余三季度徐州水司原水供应服务费收回时间、实收金额基本与资产合同约定基本一致。

表4 2020年3月至2021年5月徐州水司实收供应服务费情况（单位：万元）

收款日期	实收供应服务费	对应服务费区间
2020/04/27	5207.98	2020年1—3月
2020/07/27	2326.93	2019年全年10%部分
2020/08/04	5225.09	2020年4—6月
2020/10/30	5340.89	2020年7—9月

2021/01/25	5350.54	2020年10—12月
2021/02/24	2345.27	2020年全年10%部分
2021/04/29	2342.49	2021年1—3月
合计	28139.19	--

注：由于2019年涉及中期评估，2019年应付结余的10%原水供应服务费于中期评估结束后拨付

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

2. 现金流表现

跟踪期内，基础资产归集现金流与预期一致，对当期优先级资产支持票据本息支出覆盖情况良好。

本次跟踪期间共涉及4个兑付日，其还款来源为2020年4—6月、2020年7—9月、2020年10—12月和2021年1—3月对应的收入。根据信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具的初始现金流评估报告，在上述4个期间基础资产预测收入为4981.52万元、5036.26万元、7262.43和4923.52万元，实际归集现金流与预测值相符。

表5 2020年4月—2021年3月基础资产现金流预测与实际情况对比（单位：万元、%）

兑付期间	预测值	实际归集值 ³	实收供应服务费	实收服务费较预测偏离度
7	4981.52	4981.52	5225.09	4.89
8	5036.26	5036.26	5340.89	6.05
9	7262.43	7262.43	7695.81 ⁴	5.97
10	4923.52	4923.52	2342.49	-52.42
合计	22203.73	22203.73	20604.28	-7.20

资料来源：联合资信整理

根据资金保管银行流水和监管银行流水显示，跟踪期内，资产服务机构按时足额归集基础资产所产生的现金流，各期归集现金流对当期优

先级资产支持票据的本息支出覆盖倍数分别为1.44倍、1.45倍、1.32倍和1.93倍，覆盖情况良好。

四、定量分析

压力情景下，基础资产现金流可以覆盖各偿还时点的优先级资产支持票据“19 粤海水务ABN001 优先”的本息支出。另外，粤海集团提供的差额支付承诺对优先级资产支持票据的偿付亦起到重要的信用支持作用。

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR：偿债覆盖倍数=当期现金流收入/当期应付的票据信托税费以及优先级资产支持票据本息支出）

来量化评估本交易的信用风险。

联合资信基于现金流预测报告所预测的现金流，并结合基础资产的历史表现，分别测算了

- （1）一般情景下，即未来预测现金流入不变；
- （2）压力情景下，即未来预测现金流入下降 10% 情境下，优先级资产支持票据的偿债覆盖倍数水平。详见表 6、表 7。

表6 一般情景下“19粤海水务ABN001优先”DSCR水平（单位：倍）

兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR
2021/9/5	1.90	2025/12/5	1.70	2030/3/5	1.75	2034/6/5	2.12
2021/12/5	1.90	2026/3/5	1.45	2030/6/5	1.82	2034/9/5	2.10
2022/3/5	1.55	2026/6/5	1.70	2030/9/5	1.81	2034/12/5	2.08
2022/6/5	2.12	2026/9/5	1.69	2030/12/5	1.80	2035/3/5	1.63
2022/9/5	2.09	2026/12/5	1.69	2031/3/5	1.50	2035/6/5	2.26
2022/12/5	2.09	2027/3/5	1.45	2031/6/5	2.68	2035/9/5	2.24
2023/3/5	1.64	2027/6/5	2.21	2031/9/5	2.63	2035/12/5	2.22
2023/6/5	1.61	2027/9/5	2.18	2031/12/5	2.60	2036/3/5	1.68
2023/9/5	1.60	2027/12/5	2.16	2032/3/5	1.83	2036/6/5	2.24
2023/12/5	1.60	2028/3/5	1.66	2032/6/5	1.91	2036/9/5	2.23
2024/3/5	1.40	2028/6/5	2.22	2032/9/5	1.91	2036/12/5	2.21
2024/6/5	1.67	2028/9/5	2.22	2032/12/5	1.89	2037/3/5	1.68
2024/9/5	1.66	2028/12/5	2.21	2033/3/5	1.55	2037/6/5	2.31
2024/12/5	1.66	2029/3/5	1.68	2033/6/5	2.06	2037/9/5	2.27
2025/3/5	1.44	2029/6/5	2.43	2033/9/5	2.04	2037/12/5	2.25
2025/6/5	1.71	2029/9/5	2.39	2033/12/5	2.03	2038/3/5	1.70
2025/9/5	1.70	2029/12/5	2.37	2034/3/5	1.61	--	--

资料来源：联合资信整理

³ 根据交易约定，本交易的基础资产为《信托合同》附件一《资产清单》列明的特定金额的原水服务费，非徐州水司收到的全部原水服务费，因此与基础资产部分展示的实收金额口径不同。

⁴ 为 2020 年四季度实收加 2020 年全年剩余 10% 部分。

表7 现金流入下降10%情景下“19粤海水务ABN001优先”DSCR水平（单位：倍）

兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR	兑付日	DSCR
2021/9/5	1.71	2025/12/5	1.53	2030/3/5	1.57	2034/6/5	1.91
2021/12/5	1.71	2026/3/5	1.31	2030/6/5	1.64	2034/9/5	1.89
2022/3/5	1.40	2026/6/5	1.53	2030/9/5	1.63	2034/12/5	1.87
2022/6/5	1.90	2026/9/5	1.52	2030/12/5	1.62	2035/3/5	1.47
2022/9/5	1.88	2026/12/5	1.52	2031/3/5	1.35	2035/6/5	2.04
2022/12/5	1.88	2027/3/5	1.30	2031/6/5	2.41	2035/9/5	2.01
2023/3/5	1.47	2027/6/5	1.98	2031/9/5	2.37	2035/12/5	2.00
2023/6/5	1.45	2027/9/5	1.96	2031/12/5	2.34	2036/3/5	1.51
2023/9/5	1.44	2027/12/5	1.95	2032/3/5	1.64	2036/6/5	2.01
2023/12/5	1.44	2028/3/5	1.50	2032/6/5	1.72	2036/9/5	2.01
2024/3/5	1.26	2028/6/5	2.00	2032/9/5	1.72	2036/12/5	1.99
2024/6/5	1.50	2028/9/5	2.00	2032/12/5	1.70	2037/3/5	1.51
2024/9/5	1.50	2028/12/5	1.99	2033/3/5	1.39	2037/6/5	2.08
2024/12/5	1.50	2029/3/5	1.51	2033/6/5	1.86	2037/9/5	2.05
2025/3/5	1.29	2029/6/5	2.18	2033/9/5	1.84	2037/12/5	2.03
2025/6/5	1.54	2029/9/5	2.15	2033/12/5	1.83	2038/3/5	1.53
2025/9/5	1.53	2029/12/5	2.13	2034/3/5	1.45	--	--

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在一般情景下，“19粤海水务ABN001优先”各期DSCR均在1.40倍以上；在未来现金流入下降10%的情景下，“19粤海水

务ABN001优先”各期DSCR均在1.26倍以上，覆盖程度较好。

五、差额支付承诺人主体信用分析（具体分析详见附件1-1）

本资产支持票据信托的增信主体为粤海集团，主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。跟踪期内，粤海集团提供的差额支付承诺对优先级资产支持票据仍具有重要信用支持作用。

1. 粤海集团主体信用评级

粤海集团成立于2000年1月31日，初始注册资本0.01亿元，是广东省政府为配合粤海企业（集团）有限公司（以下简称“粤海企业”）债务重组而注资成立的国有资产授权经营公司。截至2020年底，粤海集团注册资本和实收资本均为60.00亿元，广东省人民政府持有粤海集团100%股权，系粤海集团唯一股东和实际控制人⁵。

截至2020年底，粤海集团（合并）资产总

额为1508.65亿元，所有者权益合计为747.30亿元（含少数股东权益342.72亿元）。2020年，粤海集团实现营业总收入314.99亿元，利润总额68.69亿元。

截至2021年3月底，粤海集团（合并）资产总额为1700.03亿元，所有者权益合计为790.46亿元（含少数股东权益373.24亿元）。2021年1—3月，粤海集团实现营业总收入78.73亿元，利润总额28.31亿元。

粤海集团作为广东省政府全资控股的大型综合性企业集团，定位为国有资本投资公司，区域战略地位突出。经过多年发展，粤海集团已形成涵盖水电公路、城市综合体及相关业务、制造业产业园区开发及产业金融等在内的多元化的

⁵ 根据《关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资〔2020〕78号），广东省人民政府将持有公司10%的股权划转给广东省财政厅。截至

报告出具日，该事项尚未办理完成工商登记。

业务布局,水务及水环境治理具备很强的区域专营优势。粤海集团资产规模较大,资产质量尚可,债务负担可控,融资渠道畅通,偿债能力极强。同时,粤海集团在建及拟建项目投入规模大,资本支出压力大,所有者权益稳定较弱等因素对其信用水平可能带来不利影响。

优势

(1) **区域战略地位突出。**粤海集团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,战略地位突出。

(2) **业务布局多元化,供水业务具有很强的区域专营优势。**经过多年发展,粤海集团形成了以水务及水环境治理、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资为主,产业金融为支撑的业务发展格局,其中原水供应拥有30年期的对香港独家供水权以及对深圳和东莞的供水业务(非独家供水权),为粤海集团贡献了稳定的收入来源。

(3) **融资渠道畅通。**截至2021年3月底,粤海集团共获得各银行授信额度约2742.30亿元,尚未使用额度2526.88亿元,粤海集团间接融资渠道畅通。粤海集团控股4家香港上市公司,具备直接融资渠道。

关注

(1) **资本支出压力大。**粤海集团在建及拟建项目涉及水务、商业地产及产业园区等开发投资,尚需投资规模大,未来资本支出压力大。

(2) **粤海集团有息债务规模快速增长,本部债务负担偏重。**近年来随着水务及水环境治理业务、商品房销售和物业投资等经营规模持续扩张,粤海集团有息债务规模快速增长,2018—2020年末,粤海集团全部债务年均复合增长28.67%。粤海集团本部承担集团体系内直接债务融资职能,本部债务负担偏重。

(3) **所有者权益稳定性较弱。**截至2020年底,粤海集团归属于母公司权益中未分配利润占61.22%;所有者权益中归属于母公司所有者权益占54.14%,少数股东权益占45.86%。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高。

2. 差额支付能力分析

以2020年末的相关财务数据为基础,粤海集团净资产(747.30亿元)、EBITDA(96.14亿元)和经营性现金流入(349.38亿元)对优先级资产支持票据剩余本金(15.68亿元)的覆盖倍数分别为47.66倍、6.13倍和22.28倍,对优先级资产支持票据本金的保障程度极强。

六、其他参与方尽职能力分析

1. 原始权益人/资产服务机构/出质人/徐州水司

徐州水司经营情况稳定,股东实力强;本次跟踪期间,徐州水司尽责履职情况良好。

截至2020年底,徐州水司注册资本和实收资本均为7.20亿元;粤海集团占股49%,徐州市新水国有资产经营有限责任公司占股26%,江苏毅达汇景资产管理有限公司占股25%。2020年,徐州水司住所、法定代表人、经营范围未发生变更。

2020年,徐州水司实现营业收入2.04亿元,同比下降1.14%;实现净利润0.74亿元,同比下降

1.86%。截至2020年底,徐州水司总资产24.39亿元,较年初下降0.99%;其中,流动资产占比5.242%,非流动资产占比94.76%,以非流动资产为主;总负债15.93亿元,较年初下降3.57%;所有者权益8.46亿元,较年初下降4.25%;资产负债率为65.30%。2020年,徐州水司经营活动净现金流1.82亿元,投资活动净现金流-0.02亿元,筹资活动净现金流-1.73亿元。

截至2021年3月底,徐州水司资产总额24.20亿元,所有者权益8.64亿元。2021年1—3月,徐州水司实现营业收入0.49亿元,利润总额0.21亿

元。

根据徐州水司提供的2021年4月12日出具的《企业信用报告》，徐州水司无不良/违约或关注类负债信息记录，过往债务履约能力良好。

跟踪期内，徐州水司均按交易约定将资金归集至信托账户。

2. 受托人/发行载体管理机构

外贸信托履约和尽职能力情况稳定，跟踪期内未发生更换受托人事项。

外贸信托前身是中国对外经济贸易信托投资有限公司，于1987年9月在北京成立，截至2020年末，注册资本80.00亿元人民币，股东为中化资本有限公司和中化集团财务有限责任公司，持股比例为97.26%和2.74%。

截至2020年末，资产总额194.04亿元，所有者权益189.83亿元；2020年全年实现营业收入30.89亿元，净利润14.21亿元。截至2020年末，外贸信托信托资产总额6751.29亿元，信托权益6655.11亿元；2020年信托项目实现营业收入778.51亿元，净利润687.21亿元。

3. 资金保管机构

本交易涉及的资金保管机构中国民生银行

股份有限公司南京分行。中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）履约和尽职能力情况稳定，跟踪期内未发生更换资金保管机构事项。

民生银行是中国大陆第一家由民间资本设立的全国性商业银行，成立于1996年1月12日。民生银行A股于2000年12月19日在上海证券交易所公开上市，民生银行的H股于2009年11月26日在香港证交所挂牌上市。

截至2020年底，民生银行总资产规模69502.33亿元，比上年末增加2683.92亿元，增幅4.02%；总负债规模64089.85亿元，比上年末增加2579.73亿元，增幅4.19%。截至2020年底，民生银行不良贷款总额700.49亿元，比上年末增加156.15亿元，增幅28.69%；不良贷款率1.82%，比上年末上升0.26个百分点；拨备覆盖率139.38%，比上年末下降16.12个百分点；贷款拨备率2.53%，比上年末上升0.10个百分点。2020年，民生银行实现营业收入1849.51亿元，同比增加45.10亿元，增幅2.50%；实现拨备前利润总额1313.22亿元，同比增加35.93亿元，增幅2.81%。

七、评级结论

联合资信对本交易所涉及的发起机构、差额支付承诺人信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确

定维持“徐州粤海水务有限责任公司2019年度第一期资产支持票据”项下“19粤海水务ABN001优先”信用等级为AAA_{sf}，上述评级结果反映了“19粤海水务ABN001优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 差额支付承诺人粤海集团主体信用分析

一、主体概况

广东粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海集团”）成立于 2000 年 1 月 31 日，初始注册资本 0.01 亿元，是广东省政府为配合粤海企业（集团）有限公司（以下简称“粤海企业”）债务重组而注资成立的国有资产授权经营公司。截至 2020 年底，粤海集团注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，广东省人民政府持有粤海集团 100% 股权，系粤海集团唯一股东和实际控制人⁶。

粤海集团经营范围：粤海集团已形成了以水务及水环境治理、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资为主，产业金融为支撑的业务发展格局，核心业务包括水务、能源、公路、麦芽、皮革、马口铁、地产开发、酒店经营及酒店管理、购物中心及零售百货等。

粤海集团下设办公室、战略发展部、投资与资本运作部、财务部、法务风控部、人力资源部、党群工作部、纪检监察部、审计部、工程管理部、安全生产（应急）管理部和信息化部。截至 2020 年底，粤海集团合并范围内一级子公司共 17 家，粤海集团通过全资子公司粤海控股集团有限公司（以下简称“粤海控股”）控股粤海投资有限公司（以下简称“粤海投资”、HK.0270）、广南（集团）有限公司（以下简称“广南集团”、HK.1203）、粤海置地控股有限公司（以下简称“粤海置地”、HK.0124）和粤海制革有限公司（以下简称“粤海制革”、HK.1058）4 家香港上市公司。

截至 2020 年底，粤海集团（合并）资产总额为 1508.65 亿元，所有者权益合计为 747.30 亿元（含少数股东权益 342.72 亿元）。2020 年，粤海集团实现营业总收入 314.99 亿元，利润总额 68.69 亿元。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团（合并）资

产总额为 1700.03 亿元，所有者权益合计为 790.46 亿元（含少数股东权益 373.24 亿元）。2021 年 1—3 月，粤海集团实现营业总收入 78.73 亿元，利润总额 28.31 亿元。

粤海集团注册地址：广州市天河区天河路 208 号粤海天河城大厦第 45 层。法定代表人：侯外林。

二、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其

⁶ 根据《关于划转部分国有资本充实社保基金有关事项的通知》（粤财资〔2020〕78 号），广东省人民政府将持有公司 10% 的股权划转给广东省财政厅。截至

报告出具日，该事项尚未办理完成工商登记。

中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第

三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指

数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同

期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经

济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

三、行业及区域经济环境分析

1. 水务行业分析

水务行业主要包括自来水的生产和供应、污水处理及其再生利用、海水淡化处理以及其他水的处理、利用与分配等。水资源在日常生产、生活中不可或缺，水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低，属于弱周期性行业，且由于涉及国计民生，公益性和区域垄断性特点突出。水务行业产业链主要涉及原水获取、自来水生产及供应、污水处理和再生利用等环节，受区域水资源禀赋、水务政策影响较大。近年来，随着中国城市化进

程推进，一系列节水和环保治污政策出台，为水务行业进一步发展释放空间。

（1）区域水资源禀赋

中国人均水资源量低，水资源区域分布不均，南水北调成为缓解中国区域水资源短缺的重要方式。

中国水资源主要来源于地表水，2020 年地表水占水资源总量的 96.39%。目前中国人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三分之一。受制于中国南北地理环境和气候差异因素，全国约五分之四的水资源集中分布在长江流域及以南地区，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源严重不足。其中，部分省份（天津 2019 年人均水资源仅为 51.9 立方米/人）人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

南水北调成为缓解中国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（2）供水行业分析

城市化进程推动中国城市用水人口和供水总量逐年增长，城市用水普及率较高，城市供水行业固定资产投资规模小幅提升，但 2019 年供水能力近年来首次下降。近年来，中国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势。

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加。根据国家住房和城乡建设部《2019 年城市建设统计年鉴》，2019 年城市用水人口增至 5.18 亿人，同比增长 2.92%。同期，城市供水能力达 3.09 亿立方米/日，较 2018 年下降 1.01%。2019 年，中国城市供水总量达 628.30 亿立方米，较 2018 年增长 2.23%。用水结构中，居民家庭用水占比最高，为 46.97%，生产运营用水占比 30.43%，其他为公共服务等方面用水。2019 年，中国城市供水管道长度 92.01 万公里，较 2018 年增长 6.37%；城市用

水普及率进一步上升至 98.78%。2019 年，城市供水行业固定资产投资 560.1 亿元，较 2018 年略有上升，整体呈现稳中小幅波动态势。中国城市供水行业处于平稳发展状态。

中国水价主要由自来水费、水资源费和污水处理费构成。从定价模式来看，目前中国水价仍然由各地物价部门通过举行价格听证会的方式确定。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水（工业用水、行政事业用水、经营服务用水）和特种行业用水三类。其中，居民生活用水水价整体最低，生产经营用水水价次之，特种行业用水水价最高。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响，水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。2020 年，中国重点城市居民生活水平平均水价为 2.33 元/立方米，较 2019 年增加 0.05 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。从自来水价格排名来看，京津冀、河南、山东等水资源匮乏区域城市自来水价格明显高于其他城市。

近年来，国务院等有关单位发布多项文件，要求提高节水意识，充分发挥市场机制进行水价改革；不断推进居民生活用水阶梯计价制度，并在 2020 年底全面实行非居民用水超定额、超计划累进加价制度；要求合理提高征收标准，做到应收尽收。整体看，在政策指导下，中国城市供水水价基本平稳，仍有进一步上调空间，且随着应收尽收征收范围的扩大，预期供水行业收入将进一步增长。

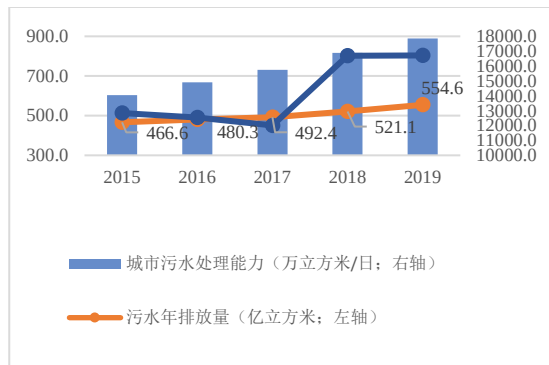
（3）污水处理行业分析

近年来，中国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持中国未来污水处理行业处于快速发展期。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，生活污水占全国污水排放总量的 60%以上。2019 年，全国城市污水排放量 554.6 亿立方米，较 2018 年增长 6.43%。同期，全国城市污水处理能力 1.79 亿立方米/日，较 2018 年增长 5.82%，显著高于同期城市供水能力增速。2019 年，全国城市污水处理率增至 96.81%，同比增长 1.32 个百分

点，城市污水处理率进一步上升。2019 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 803.7 亿元，同比增长 0.13%。2017—2019 年，中国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 2057.1 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 448.7 亿元⁷，较中国《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中各类城镇污水处理及再生利用设施投资 5600 亿元目标尚有较大空间。

图 1 中国城市污水处理相关数据变动情况



资料来源：联合资信根据国家住房和城乡建设部发布的《2019 年城市建设统计年鉴》整理

从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由政府决定，价格整体仍然处于低位。根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119 号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于 0.95 元/吨，非居民不低于 1.40 元/吨。2020 年，在全国

省会城市和计划单列市中，太原市城区污水处理收费有所调整，居民用水污水处理收费标准由 0.50 元/立方米调整为 0.95 元/立方米，其他省会城市和计划单列市污水处理价格保持稳定。近年来，中国重点城市居民生活污水处理平均价格虽呈上升趋势，但该价格仅基本满足国家规定收费标准最下线，并且居民生活污水处理费排名靠后的城市例如拉萨、海口、深圳等地，污水处理价格处于 0.80 元/吨~0.90 元/吨，尚未满足国家规定最低收费标准 0.95 元/吨。整体看，污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

2020 年，国家发展改革委、住房城乡建设部联合印发《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》，该方案提出到 2023 年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求。未来将加大生活污水收集管网配套建设和改造力度，促进污水资源化利用，推进污泥无害化资源化处置，加快补齐设施短板，完善生活污水收集处理设施体系。随着污水处理及再生利用设施投资并投入运营，城镇污水处理能力预期将进一步提升，行业处于快速发展期。

（4）行业政策

水务行业是典型的公用事业，为确保水务行业健康和可持续发展，国家有关部门制定了一系列政策和规划为其健康发展提供了保障。

表 2 水务行业相关的主要政策、法规情况表

序号	名称	颁布单位
1	《水利改革发展“十三五”规划》（2016 年 12 月）	国家发改委、水利部、住建部
2	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》（发改环资〔2016〕2849 号）	国家发改委、住建部
3	《重点流域水污染防治规划（2016—2020 年）》（环水体〔2017〕142 号）	环境保护部
4	《全国农村环境综合整治“十三五”规划》（环水体〔2017〕18 号）	环境保护部、财政部
5	《关于修改〈中华人民共和国水污染防治法〉的决定》第二次修正（2017 年 6 月 27 日）	全国人大常委会
6	《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》（财建〔2017〕455 号）	财政部
7	《节水型社会建设“十三五”规划》（发改环资〔2017〕128 号）	国家发改委、水利部、住建部
8	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部

⁷ 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于《城乡建设统计年鉴》，城市污水处理及其再生利用固定资产投资中不包含县城污水处理及其再生固定

资产投资，县城投资规模单独统计。乡镇污水处理及其再生固定资产投资数据尚未披露，尚未统计在内。

9	《生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常务委员会关于全面加强生态环境保护依法推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案》（环厅〔2018〕70号）	生态环境部
10	《住房城乡建设部生态环境部关于印发城市黑臭水体治理攻坚战实施方案的通知》（建城〔2018〕104号）	住建部、生态环境部
11	《排污许可证申请与核发技术规范水处理（试行）》（HJ 978-2018）	生态环境部
12	《国家节水行动方案》发改环资〔2019〕695号	国家发改委、水利部
13	关于印发城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019—2021年）的通知	国家住房和城乡建设部、生态环境部、发展改革委
14	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》（中农发〔2019〕14号）	中央农办、发改委等九部门
15	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》（发改环资〔2020〕1234号）	国家发改委
16	《关于推进污水资源化利用的指导意见》（发改环资〔2021〕13号）	国家发改委

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业准入条件和行业壁垒较高，预期仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局；受城镇污水处理提质增效等政策以及城市污水排放总量不断增长影响，未来，中国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。

水务企业大致可分为国有水务企业（央企和地方国企）、外商投资水务企业和民营水务企业。其中，国有地方水务企业最为普遍，多为所在地方原事业单位改制形成，其业务结构相对单一，以服务所在区域供水和污水处理为主业，区域垄断性突出，是水务行业的主力军。央属水务企业基于雄厚的股东背景和资金实力，通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等手段在全国范围内或国外异地扩张，获取供水和污水处理业务特许经营权，并通过水务衍生行业拓展成为投资型综合水务企业，进入壁垒较高。外资水务企业往往拥有先进的水务技术和较高的管理水平，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但进入中国水务市场数量较少，主要受工艺要求高以及成本效益问题的考量影响，该类技术在国内大范围推广过程中受到一定限制。民营水务企业所占市场份额较小，主要通过PPP模式在污水处理和水环境治理领域参与竞争，面临较大投融资和回款压力。

总体看，未来水务行业竞争将有所加剧，但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业仍呈现区域垄断和行业龙头集中度提升并存的竞争格局。

受城镇污水处理提质增效等政策以及城市

污水排放总量不断增长影响，未来，中国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。PPP投资模式的转变推进了水务行业市场化改革，但同时应关注财力较弱区域污水处理费回款情况和PPP项目投资压力。“十四五”期间，通过智慧水务技术提升水务业务的竞争力，智慧水表、“供排污”一体化智慧管控系统有利于充分发挥协同管理效应，有效降低整体运营成本，将推动中国水务行业愈加成熟。

2. 区域经济概况

广东省作为中国经济发达省份，地方经济及财政实力强，区域环境良好。

经国家统计局统一核算，2020年广东实现地区生产总值（初步核算数）110760.94亿元，比上年增长2.3%。其中，第一产业增加值4769.99亿元，增长3.8%，对地区生产总值增长的贡献率为6.4%；第二产业增加值43450.17亿元，增长1.8%，对地区生产总值增长的贡献率为33.7%；第三产业增加值62540.78亿元，增长2.5%，对地区生产总值增长的贡献率为59.9%。三次产业结构比重为4.3：39.2：56.5，第三产业所占比重比上年提高0.7个百分点。新经济增加值27862.23亿元，增长3.0%，占地区生产总值的25.2%。分区域看，珠三角核心区地区生产总值占全省比重为80.8%，东翼、西翼、北部生态发展区分别占6.4%、7.0%、5.8%。

全年全省地方一般公共预算收入12921.97亿元，比上年增长2.1%。其中，税收收入9881.21亿元，下降1.8%。全年一般公共预算支出17484.67亿元，增长1.0%。其中，教育支出

3516.53亿元，增长10.2%；卫生健康支出1771.42亿元，增长12.0%；社会保障和就业支出1814.06亿元，增长6.1%。民生类支出12141.41亿元，占一般公共预算支出的七成。

2020年，广东省全部工业增加值比上年增长1.3%。规模以上工业增加值增长1.5%，其中，国有控股企业增长5.4%，外商及港澳台投资企业下降0.4%，股份制企业增长2.9%，股份合作企业下降3.5%，集体企业下降26.2%。分轻重工业看，轻工业增长0.5%，重工业增长1.9%。分企业规模看，大型企业增长1.7%，中型企业增长3.9%，微型企业下降0.8%。

2020年，广东省固定资产投资比上年增长7.2%。分投资主体看，国有经济投资增长20.4%，民间投资增长1.1%，港澳台、外商经济投资下降8.7%。分地区看，珠三角核心区增长9.4%，东翼下降1.0%，西翼下降0.5%，北部生态发展区增长4.5%。

2020年，广东省房地产开发投资17312.74亿元，比上年增长9.2%。按地区分，珠三角核心区14106.37亿元，增长9.8%；东翼1103.23亿元，增长42.7%；西翼854.16亿元，下降12.0%；北部生态发展区1248.98亿元，下降0.7%。按用途分，商品住宅投资11910.43亿元，增长9.7%；办公楼投资1523.29亿元，增长15.8%；商业营业用房投资1468.56亿元，下降0.3%。全年商品房销售面积14908.25万平方米，比上年增长7.7%；其中，商品住宅销售面积12930.66万平方米，增长8.9%。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，粤海集团注册资本和实收资本均为60.00亿元，广东省人民政府持有粤海集团100%股权，为唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

粤海集团为广东省国有资本投资公司，战略地位突出，业务多元化发展，其中水务及水环境治理具有很强的区域专营优势，城市综合体涉及地产投资及开发、物业运营、百货零售等业务，

区位优势及品牌效应良好；制造业中麦芽业务行业地位领先，粤海集团综合实力和抗风险能力极强。

粤海集团作为广东省政府全资的大型国有企业，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，区域战略地位突出。经过多年发展，粤海集团业务涵盖公用事业（水电公路）、制造业（麦芽、马口铁和皮革）、物业投资与发展、商品房销售、百货零售、酒店经营与管理等多个板块，经营布局多元化。

水电公路运营业务是粤海集团核心业务板块。水务及水环境治理包括原水供应、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。截至2021年3月底，粤海集团拥有32家自来水公司（其中29家为控股）、8家原水供应公司及45家污水公司，123家污水处理厂，供水服务区域面积超过22018平方公里。粤海集团对香港、深圳及东莞的原水供应经营权自2000年起为期30年，2016年和2017年粤海集团分别中标徐州和盐城原水供应项目，供水区域进一步拓展，且均享有较长特许经营期；粤海集团在城市自来水供应及污水处理业务布局力度逐步加强，2020年广东省水利厅将水电设计院无偿划入粤海集团，新增水电勘测设计业务，粤海集团水务及水环境治理业务综合实力进一步提升。此外，粤海集团参控股两家电厂，持有兴六高速公路，经营稳定。粤海集团作为广东省重要的公用事业经营平台，水务、电力、公路运营业务有较稳定的下游需求，业务抗风险能力强，近年来收入稳步增长。

城市综合体及相关服务方面，粤海集团房地产板块布局主要在广州城区、佛山及其他珠三角核心城市，包括住宅及商业地产开发项目，近年来结转收入持续增长；同时粤海集团运营以天河城为品牌的自持物业，包括商场及写字楼，区位优势条件较好，可获得稳定现金流。

制造业方面，粤海集团经营麦芽、马口铁和皮革的制造及销售，其中麦芽业务行业竞争实力强，产销量常居亚洲第一，具备多样化的产品品

类，收入及盈利能力稳定。

近年来，粤海集团不断拓展产业园区业务，相继投资开发了粤海工业园、常州滨江园、东深高丽工业区、粤海工业园等成熟产业园区，总出

租面积 55.92 万平方米。同时，粤海集团逐步布局产业金融服务，未来业务产业链及服务内容将进一步丰富。

表 3 粤海集团各业务板块主要参与运营主体

业务板块	子行业	主营公司（二级子公司）
公用事业	水电公路	粤海控股、广东粤海水务股份有限公司、徐州粤海水务有限公司、盐城粤海水务有限公司、广东省水利电力勘测设计研究院有限公司
城市综合体	物业销售	粤海控股、广东粤港投资开发有限公司
	物业经营	粤海控股、广东粤海城市投资有限公司、广州粤海仰忠汇置业有限公司
	物业管理	粤海物业管理有限公司
	百货零售	粤海控股
	酒店业	粤海控股、深圳市东深投资控股有限公司
制造业	马口铁制造及销售	粤海控股
	麦芽制造及销售	粤海控股、粤海永顺泰集团股份有限公司
	皮革制造及销售	粤海控股

资料来源：根据粤海集团提供资料整理

表 4 2020 年粤海集团主要经营主体财务数据（单位：亿元）

项目	持股比例	主要经营业务	资产总额	权益总额	收入	净利润
粤海控股	粤海集团直接持股 100.00%	投资控股	928.29	591.78	237.23	75.93
粤海投资（0270.HK）	粤海控股直接持股 47.68%	投资控股、水资源、物业投资及发展、百货营运、酒店、能源项目投资、道路及桥梁等	754.09	470.93	208.80	50.11
广南集团（1203.HK）	粤海控股直接持股 59.19%	制造及销售马口铁相关产品、物业租赁、鲜活食品代理与经销及食品贸易	27.91	23.43	22.58	0.65
粤海置地（0124.HK）	粤海控股直接持股 73.82%	房地产开发及投资业务	175.58	58.54	35.55	15.00
广东粤海水务股份有限公司	粤海集团直接持股 81.29%	供水、污水处理、其他环保项目等投资运营等	228.25	74.33	7.16	1.55
粤海永顺泰集团股份有限公司	粤海集团直接持股 68.69%	麦芽制造及销售业务	25.97	21.27	28.26	1.35

资料来源：根据粤海集团提供资料整理

3. 人员素质

粤海集团高级管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，员工构成可满足公司发展需要。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团董事、监事和高级管理人员合计 16 名，其中董事长兼党委书记 1 名，总经理 1 名（兼任董事、党委副书记），副总经理 4 名。粤海集团核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富，专业素质较高。

粤海集团党委书记、董事长侯外林先生，广东省委党校科学社会主义专业研究生，湖南大学财政专业、经济学学士。曾任中国证监会广东监管局党委书记、局长，中国证监会稽查总队党委副书记、总队长，广东省粤科金融集团有限公司党委书记、董事长。

粤海集团党委副书记、董事、总经理蔡勇先生，华南理工大学工商管理硕士，天津纺织工学院机械制造专业、工学学士。曾任广东省经济贸

易委员会副主任，广东省经济和信息化委员会副主任，广东省商务厅副厅长。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团共有员工 14907 人，按教育程度划分，硕士及以上人员占 6.70%，大学本科人员占 29.80%，大学专科及以下人员占 63.50%；按岗位构成划分，生产人员占 35.10%，销售人员占 10.90%，技术/研发人员占 9.90%，管理人员占 19.60%，其他人员占 24.50%。学历和岗位结构可满足粤海集团发展需要。

4. 企业信用记录

粤海集团本部过往债务履约情况良好。

根据粤海集团提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：914400007247801027），截至 2021 年 5 月 10 日，粤海集团本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

粤海集团业务呈多元化布局，2018—2020 年，水务及水环境治理和物业销售业务收入的较快增长共同带动主营业务收入规模持续增长，主营业务毛利率水平有所下降，整体盈利能力较强。

粤海集团业务涵盖公用事业（水电公路）、

城市综合体及相关业务（物业经营、物业销售、百货零售、酒店等）、制造业（麦芽、马口铁和皮革）。2018—2020 年，粤海集团主营业务收入逐年增长，分别为 172.67 亿元、230.79 亿元和 310.78 亿元，主要来自水务及水环境治理、物业销售、百货零售、麦芽制造及销售业务。

分业务板块看，水电公路为粤海集团收入的最主要来源，2018—2020 年，该业务板块收入占主营业务收入的比重分别为 51.71%、44.46%和 51.39%。同期，水电公路收入规模年均复合增长 33.75%，2020 年该业务板块收入为 159.72 亿元，同比增长 55.67%，主要系原水供应、城市供水和污水处理业务扩张、水电设计院划入，以及 2020 年粤海集团根据财政部 2021 年 2 月 2 号发布的《企业会计准则解释第 14 号》，对水务及水环境治理业务中 BOT 项目调整会计核算方式，当年确认了共计 38.98 亿元项目建造收入共同影响所致⁸。城市综合体及相关业务包括物业销售、物业经营、物业管理、百货零售和酒店业务，2018—2020 年，该业务板块收入规模及占比逐步提升，主要得益于商品房及商业地产结转收入的较快增长。2018—2020 年，粤海集团制造业务中马口铁业务受上游价格因素影响，收入存在波动，麦芽业务竞争力强，收入规模有所上升，皮革制造业务收入规模较小，呈波动下降趋势。

表 5 近年粤海集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水电公路	89.29	51.71	55.42	102.60	44.46	58.23	159.72	51.39	39.66	43.39	56.16	41.54
水务及水环境治理	72.10	41.75	63.23	86.54	37.07	63.94	140.33	45.15	42.18	32.50	42.07	52.61
电力供应	1.08	6.28	-3.82	10.43	4.52	4.51	10.01	3.22	20.23	3.38	4.37	11.99
公路	6.35	3.68	67.90	6.63	2.87	68.96	9.39	3.02	22.79	7.51	9.72	6.92
城市综合体及相关业务	30.06	17.41	76.66	72.35	31.35	51.09	93.05	29.94	55.26	20.76	26.87	71.78
物业经营	11.66	6.75	91.42	12.65	5.48	92.67	11.51	3.70	93.52	3.83	4.95	91.67
物业销售	3.62	2.09	66.92	21.99	9.53	70.39	53.11	17.09	66.36	13.50	17.48	70.00
物业管理	1.56	0.91	18.43	2.24	0.97	31.11	1.93	0.62	19.61	0.74	0.95	20.95
百货零售	6.05	3.50	91.77	28.76	12.46	18.45	22.96	7.39	17.11	1.72	2.23	83.39
酒店业	7.17	4.15	57.52	6.71	2.91	56.05	3.56	1.14	31.19	0.96	1.25	35.80
制造业务	47.61	27.57	12.24	49.25	21.34	13.85	50.20	16.15	11.14	11.79	15.26	11.62
马口铁制造及销售	20.41	11.82	6.24	17.78	7.70	9.73	18.80	6.05	8.19	4.95	6.41	7.03
麦芽制造及销售	25.18	14.59	19.18	29.91	12.96	16.93	29.70	9.56	16.93	6.40	8.29	15.61

⁸ 其中原水供应、城市供水及污水处理业务分别新增 3.86 亿元、16.69 亿元

和 18.44 亿元 BOT 项目建造收入。

皮革制造及销售	2.01	1.17	-13.78	1.57	0.68	1.87	1.70	0.55	-8.88	0.44	0.57	5.33
其他	5.72	3.31	40.21	6.58	2.91	44.82	7.80	1.14	43.43	1.32	1.71	34.22
合计	172.67	100.00	46.71	230.79	100.00	46.14	310.78	100.00	39.82	77.26	100.00	44.97

注：尾差系四舍五入所致；

资料来源：粤海集团提供

从毛利率情况，2018—2020 年，粤海集团主营业务毛利率分别为 46.71%、46.14%和 39.82%，呈下降趋势，仍处于较高水平。分业务板块看，水务及水环境治理业务模式较稳定，毛利率波动较小，其中 2020 年因调整 BOT 业务会计核算方式确认项目建造收入及成本，导致该板块毛利率同比下降；近年来，粤海集团物业销售及物业经营毛利率水平高，整体较稳定，百货零售受 2019 年收入准则调整影响，当期毛利率明显下降；酒店业受疫情冲击严重，导致 2020 年毛利率同比下滑 24.86 个百分点。2018—2020 年煤炭价格逐步回落，受此影响粤海集团电力供应板块毛利率由负转正并逐步提升；同期，受马口铁原材料价格波动影响，马口铁业务毛利率呈波动态势；皮革业务毛利率低，2018 年和 2020 年均均为负，主要受销售单价下降以及成本上升影响。

2021 年 1—3 月，粤海集团主营业务收入为 77.26 亿元，同比增长 65.26%，主要系水务及水环境整理、公路及物业销售业务收入规模增长所致；粤海集团主营业务毛利率为 44.97%，同比下降 3.56 个百分点。

2. 水电公路

水电公路是粤海集团的核心业务板块，包括水务及环境治理、电力供应、公路。2018—2020 年，粤海集团水电公路业务板块收入分别为 89.29 亿元、102.60 亿元和 159.72 亿元。

（1）水务及环境治理

水务及水环境治理包括原水供应、城市自来水供应（以下简称“城市供水”）、污水处理和勘测设计在内的“上-中-下”水产业链，是粤海集团最主要的收入来源。原水供应主要由东深工程从东江抽取原水，通过供水管道输送销售给供水工程东莞沿线、深圳和香港。城市供水为将原水经自来水厂处理后，向用户销售自来水。污水处理主要提供城镇生活污水处理服务。勘测设计主

要提供水利水电勘测设计以及总承包等全产业链服务。

粤海集团原水供应项目具备长期特许经营权，区域专营优势很强，2018—2020 年，原水供应业务收入保持增长，是粤海集团的重要收入来源。

粤海集团原水供水区域包括香港、深圳、东莞供水工程沿线八镇、江苏徐州和盐城。2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月，粤海集团原水供应业务收入分别为 54.61 亿元、59.58 亿元、64.55 亿元和 15.96 亿元，占同期水务及水环境治理业务收入的比例分别为 75.75%、69.65%、45.99%和 49.11%。

根据 2000 年 8 月 18 日的特许权协议，粤海投资旗下广东粤港供水有限公司（“供水公司”）自 2000 年 8 月 18 日起获得对香港、深圳及东莞供水 30 年特许经营权。该经营权包括授权供水公司每年从东江东莞桥头镇取水口抽取 24.23 亿立方米原水，通过供水管道输送销售给香港（独家经营权）、深圳及东莞用户（非独家经营权）。供水公司经营期满，与供水相关资产全部无偿归还给广东省政府。

在原水供应收费模式方面，根据广东省政府与香港政府每三年一签的《关于从东江供水给香港的协议》（以下简称“供水协议”），粤海集团每年按约定的年购水固定金额确定收入规模。根据 2020 年 12 月 28 日香港特别行政区政府与广东省人民政府签订的最新协议条款，对港供水价格采用“统包扣减”方式计算，2021 年、2022 年及 2023 年按 8.2 亿吨/年供水量约定基本水价分别为 48.8553 亿港元、49.5051 亿港元和 50.1635 亿港元，根据港方每年节约的供水量扣减基本水价，2021 年、2022 年、2023 年扣减单位水价金额分别为 0.3 港元/吨、0.304 港元/吨和 0.308 港元/吨。供水协议约定，每年实际供水量不得低于 6.15 亿吨。

此外，粤海集团在 2016 年中标徐州市骆马湖水源地及原水管线 PPP 水务项目（以下简称“骆马湖项目”），粤海集团出资比例为 49%，享有控制权。项目采用“移交-运营-移交”运营模式，项目特许经营期为项目商业运行日起 29.5 年，特许经营期满后按照审计后净资产价值有偿将项目交还政府部门。项目已于 2016 年投入运营。2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，徐州粤海水务公司原水供应量分别为 18600.34 万吨、22715.50 万吨、25393.00 万吨和 6600.00 万吨，分别实现收入 1.84 亿元、2.07 亿元、2.04 亿元和 0.49 亿元，净利润分别为 0.82 亿元、0.72 亿元、0.74 亿元和 0.18 亿元。

2017 年，粤海集团中标盐城市新水源地及引水工程 PPP 项目（以下简称“盐城项目”），粤海集团出资比例为 49%，享有控制权。盐城市人民政府授予项目原水工程融资和运营的特许经营权，特许经营期为 2019 年至 2043 年。盐城项目已于 2019 年 4 月投入运营。2019 年及 2020 年，盐城项目实现供水 18294.55 万吨和 24182.00 万吨，实现收入 3.03 亿元和 3.29 亿元，实现净利润 1.57 亿元和 1.20 亿元。

粤海集团在建的重大原水项目为珠江三角洲水资源配置工程项目（以下简称“水资源配置工程”）。水资源配置工程由广东粤海水务股份有限公司（以下简称“粤海水务股份”，粤海集团有效持股 100%）、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。水资源配置工程的建设任务为从西江水系向珠江三角洲东部地区引水，解决城市生活、生产缺水问题，提高供水保证程度，为香港特别行政区、广州市番禺区、佛山市顺德区等地区提供应急备用供水条件。水资源配置工程概算总投资估算为 353.99 亿元，静态总投资为 339.48 亿元，工程静态总投资的 58% 为项目资本金，另 42% 的资金需求由广东省人民政府发行专项债券实现，项目资本金投入为

196.92 亿元，粤海集团出资 53.07 亿元。水资源配置工程主体工程已于 2019 年 5 月份开工，工期为 60 个月，截至 2021 年 3 月底，水资源配置工程已完成投资 96.74 亿元，已到位资本金 97.48 亿元（包括中央投资补助 14.40 亿元、省级投资补助 6.67 亿元和项目公司各股东按股权比例缴纳的资本金 76.41 亿元，其中粤海集团出资 25.98 亿元）。资金平衡方面，水资源配置工程主要回款为水费收入，由广州、深圳和东莞三市政府向项目公司进行支付。

城市供水业务区域布局广泛，收入规模稳步增长。

粤海集团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负责运营，各自来水公司（以下简称“水司”）均为股权投资方式获得。水司生产自来水后，直接通过供水管网向终端用户销售和收取水费。根据相关法律法规定价，自来水供水价格由水司所在地的省、市物价管理部门审批。截至 2020 年底，各水司自来水平均售水价位于 1.43 元/吨~2.72 元/吨之间。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团拥有 32 家自来水公司（其中 29 家为控股），供水服务区域面积超过 22018 平方公里，供水区域包括江苏、广东、广西、海南、江西、安徽等地，主要水源为梅江河、长江、东江、北江、桂江、浔江等河流。截至 2021 年 3 月底，粤海集团拥有管网约 15500 公里。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团城市供水收入分别为 16.18 亿元、23.15 亿元、41.18 亿元和 11.63 亿元，分别占粤海集团供水业务收入的 22.44%、27.06%、29.35% 和 35.78%。

供水方面，2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团城市供水总量分别为 31.27 亿吨、34.26 亿吨、37.39 亿吨和 11.06 亿吨，业务规模稳步扩张。

城市供水业务由有关营运子公司按实际情况与单位和居民用户签订供水合同。供水价格按有关营运子公司当地物价部门定价标准执行。单位用户每月结算一次，居民用户每两月结算一次。

近年来粤海集团通过并购及自建不断拓展污水处理能力，2020年，因BOT项目调整会计核算方式，粤海集团新增18.44亿元污水处理BOT项目建设收入，污水处理板块未来存在一定投资支出。

截至2021年3月底，粤海集团共运营45家污水处理公司、123家污水处理厂，各公司通过污水提升泵站，将服务区内生活污水提升至集污干管，输送至污水厂，经过工艺处理后达标排放，向政府收取污水处理服务费。服务区域包括广东、海南、广西、贵州、浙江和甘肃等地。

2018—2020年及2021年1—3月，粤海集团污水处理业务收入分别为1.30亿元、2.81亿元、23.78亿元和1.49亿元，分别占粤海集团供水业务收入的1.81%、3.29%、16.95%和4.58%。其中2020年增幅较大系当期新增18.44亿元污水处理BOT项目建设收入。

2020年，粤海集团通过并购新增若干个位于中国广东省丰顺县、惠来县、汕尾市及江苏省武进市的新水资源项目，并自建广东省云浮市水资源项目，上述项目总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日751000吨及每日373500吨，预计项目总投资金额为38.70亿元。此外，粤海集团于2020年7月以现金约6000万元收购哈尔滨工业大学中百信软件基地有限责任公司及其子公司75%权益，哈尔滨中百信位于中国黑龙江省哈尔滨市，主要从事水质研究及水资源技术开发及创新。

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

粤海集团于2020年6月合并水电设计院，新增水利水电勘测设计业务，粤海集团水资源业务产业链进一步延伸。

粤海集团于2020年6月30日接收广东省水利电力勘测设计研究院有限公司，进入勘测设计行业。粤海集团勘测设计业务领域涉及水利水电工程规划、勘测、设计、咨询、总承包和监理，

主要市场区域集中在广东省内，省内业务占比约90.4%。粤海集团按合同约定的完工节点，在完成节点所需的全部义务后，按合同约定的完工节点付款比例或以业主签认的中期计量单确认收入。自2020年6月30日接收以来，粤海集团确认了9.49亿元水电勘测设计收入（2020年7月—2021年3月），水电设计院的划入有助于粤海集团水资源业务产业链的延伸，也对粤海集团收入形成了有益补充。

（2）电力供应业务

粤海集团参控股两家电力公司，经营较稳定。

粤海集团电力项目由粤海投资负责运营。截至2021年3月底，粤海集团控股中山粤海能源有限公司（以下简称“中山电厂”），参股广东粤电靖海发电有限公司（以下简称“靖海电厂”）。粤海集团控股发电厂的发电量均直接并入南方电网销售。

表6 粤海集团持股电厂情况

项目	中山电厂	靖海电厂
装机容量（兆瓦）	600	3200
2018年售电量（亿千瓦时）	27.94	134.64
2019年售电量（亿千瓦时）	26.93	124.85
2020年售电量（亿千瓦时）	28.77	132.14
2021年1-3月售电量（亿千瓦时）	6.41	30.54
2018年产生收入（亿元，*为亿港元）	10.84	57.16*
2019年产生收入（亿元，*为亿港元）	10.43	54.55*
2020年产生收入（亿元，*为亿港元）	10.01	54.70*
2021年1-3月产生收入（亿元，*亿港元）	3.38	14.07*
粤海集团实际股权占比	40.23%	14.12%
粤海投资有效股权占比	71.25%	25.00%

资料来源：粤海集团提供

中山电厂为粤海集团间接控股子公司。截至2021年3月底，粤海集团对中山电厂的实际股权占比40.23%。装机容量方面，中山电厂装机容量为600兆瓦。售电方面，2018—2020年及2021年1—3月中山电厂售电量分别为27.94亿千瓦时、26.93亿千瓦时、28.77亿千瓦时和6.41亿千瓦时；同期，分别实现收入为10.84亿元、

10.43 亿元、10.01 亿元和 3.38 亿元。2018—2020 年，中山电厂分别实现分红 0 亿元、0.34 亿元和 0.34 亿元。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团对靖海电厂有效股权占比为 14.12%。靖海电厂的装机容量为 3200 兆瓦；2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月，靖海电厂的售电量分别为 134.64 亿千瓦时、124.85 亿千瓦时、132.14 亿千瓦时和 30.54 亿千瓦时，同期靖海电厂的售电收入分别为 57.16 亿港元、54.55 亿港元、54.70 亿港元和 14.07 亿港元；同期，粤海集团分占靖海电厂的溢利分别为 2914.20 万港元、11217.8 万港元、12934.9 万港元和 70.30 万港元。2018 年，受发电耗用标煤价格上涨影响，靖海电厂盈利水平下降导致粤海集团分占参股电厂的溢利下降；2019 及 2020 年受益于煤价下调，靖海电厂盈利水平提高，粤海集团分占溢利大幅增长。2018—2020 年，靖海电厂分别实现分红 0.52 亿元、0.27 亿元和 0.94 亿元。

（3）公路经营业务

2020 年受疫情影响，兴六高速公路日均车流量有所下降，得益于升级改造工程建造收入确认，粤海集团公路板块收入规模保持增长。

粤海集团公路经营业务主要通过粤海投资经营。粤海投资持有兴六高速的实际权益为 100.00%（粤海集团对粤海投资的持股比例为 56.46%，因此粤海集团对兴六高速的有效股权占比为 56.46%）。兴六高速于 2003 年 8 月份通车，经营期至 2032 年 9 月 5 日止，主线长 99.57 公里，为双向 4 车道高速公路；三条支线合共 52.70 公里，其中两条为一级公路，双向 4 车道，一条为二级公路，双向 2 车道，共有收费站 5 个。收费标准方面，基本收费标准和桥隧收费标准均采用按车型收费及按计重收费两种方式。

根据交通运输部于 2020 年 2 月 15 日发布的一项政策，自 2020 年 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束为止，豁免驶经兴六高速公路车辆的通行费；随着 5 月 6 日起恢复收费，粤海集团

该高速公路通行费收入呈现一定程度的恢复。此外，根据广西壮族自治区交通运输厅、发改委、财政厅发布的《关于顺延全区收费公路收费期限的通知》，新冠肺炎疫情防控期间免费通行时间不计入原批复项目收费期限，免费期限结束后，全区各收费公路项目原批复收费期限截止日期按照累计免费通行 79 天（2020 年 2 月 17 日至 2020 年 5 月 5 日）进行顺延。因此，兴六高速公路的特许经营权将自动延长 79 天。

2018—2020 年和 2021 年 1—3 月，兴六高速日均收费车流量为 2.24 万辆次、2.44 万辆次、1.43 万辆次和 1.44 万辆次，2018—2020 年和 2021 年 1—3 月，兴六高速的主营业务收入分别为 6.35 亿元、6.63 亿元、9.39 亿元和 7.51 亿元。2020 年，疫情冲击及免收费政策下兴六高速收入同比增长 41.63%，主要系公路升级改造工程带来的建造收入所致。

2020 年，粤海集团启动了公路升级改造工程，预算约为 13.51 亿元，截至 2020 年底已投资 5.64 亿元。

3. 城市综合体及相关业务

（1）物业销售

粤海集团物业销售包括住宅类和商业类地产项目，2019 年和 2020 年实现大幅增长，在建及拟建项目较多，资本支出压力较大。

粤海集团主要通过子公司粤海控股、广东粤港投资开发有限公司从事物业销售业务。物业销售业务包括住房型地产和商业地产的开发和销售，以广州地区为核心，目前项目分布在广州老城区、珠江新城、番禺等地，逐步向佛山、惠州、江门和珠海等城市拓展。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月粤海集团来自物业销售业务的主营业务收入分别为 3.62 亿元、21.99 亿元、53.11 亿元和 13.50 亿元。2019 年和 2020 年收入大幅增长系拾桂府等项目销售结转增长所致。

表7 截至2021年3月底粤海集团在售房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	所在地区	类型	总建筑面积	计划总投资额	已投资	已销售面积	未销售面积	确认收入	回款金额
丽江如英居	广州市番禺区	住宅	12.84	8.12	7.24	9.98	0.29	21.16	21.54
宝华轩（文昌南项目）	广州市荔湾区	住宅	0.52	1.00	1.00	0.39	--	1.45	1.54
拾桂府（珠光路项目）	广州市越秀区	住宅	11.93	20.38	19.85	6.40	0.16	42.85	46.49
阅海（南海和顺项目）	佛山市	商住	17.37	12.99	9.19	2.74	8.86	--	4.29
江门壹桂府（江门陈垣路项目）	江门市蓬江区	商住	22.27	19.37	13.66	1.18	15.24	--	0.91
粤海广场（番禺天河城项目）	广州市番禺区	商业	38.30	44.17	30.68	10.66	0.21	25.80	20.28
粤海城（深圳布心项目）	深圳市	商业	64.13	116.65	66.69	5.74	14.16	18.71	36.12
合计	--	--	167.36	222.68	148.31	37.09	38.92	109.97	131.17

资料来源：粤海集团提供

在建房地产项目方面，截至2021年3月底计划总投资合计391.53亿元，已投资235.07亿元，尚需投资156.46亿元。

拟建项目方面，截至2021年3月底，粤海集团拟建房产项目主要为中山马鞍岛项目和佛山湾华项目，其中：中山马鞍岛项目位于中山翠亨新区，为住宅项目，计划投资59.10亿元，目前已取得《国土证》《建设用地规划许可证》；佛

山湾华项目位于佛山市禅城区，为住宅项目，计划投资39.52亿元，目前已经取得《建设用地规划许可证》和部分《建设工程规划许可证》。

总体看，2019年及2020年粤海集团住宅类和商业类房地产均实现了大幅增长，粤海集团物业开发及销售业务仍以广州市为核心区域，并逐步向部分珠三角地市拓展，粤海集团在建及拟建项目储备较多，将面临一定资本支出压力。

表8 截至2021年3月底粤海集团在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	类型	总建筑面积	计划总投资	已投资
阅海（南海和顺项目）	商住	17.37	12.99	10.96
江门壹桂府（江门陈垣路项目）	商住	22.27	19.37	13.66
粤海城（深圳布心项目）	商业	64.13	116.65	66.69
泰康路项目	商住	11.81	39.03	26.03
粤海金融中心	商业	31.20	84.16	61.38
南沙粤海湾区中心项目	商业	13.38	18.53	10.03
江门甘化厂项目	商住	61.33	52.13	19.55
珠海金湾项目	商住	24.99	40.16	25.82
惠州大亚湾项目	住宅	14.02	8.51	0.95
合计	--	260.50	391.53	235.07

资料来源：粤海集团提供

表9 截至2021年3月底粤海集团拟建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

项目	类型	总建筑面积	计划总投资	项目目前情况
中山马鞍岛项目	住宅	32.52	59.10	处于预可研阶段，已取得《建设用地规划许可证》、《国土证》
佛山湾华项目	住宅	20.32	39.52	处于前期阶段，已取得《建设用地规划许可证》、部分建筑的《建设工程规划许可证》
合计	--	52.84	98.62	--

资料来源：粤海集团提供

（2）物业经营

粤海集团主要运营天河城品牌的商业物业租赁，区位条件和品牌效应良好，收入规模较稳定。

粤海集团主要通过子公司粤海投资持有物业资产并进行租赁运营。现有物业包括广东天河

城广场、粤海天河城大厦、香港粤海投资大厦、天津天河城购物中心、番禺天河城购物中心、广州交易广场和广州粤海集团大厦，物业形态包括商场和写字楼。

2018—2020年及2021年1—3月，粤海集团物业经营板块的主营业务收入分别为11.66亿

元、12.65 亿元、11.51 亿元和 3.83 亿元。粤海集团持有物业资产区位条件良好，并享有天河城品牌优势，收入规模稳定。

广东天河城广场位于广州天河商圈中心，由天河城购物中心、粤海天河城大厦和粤海喜来登酒店三幢建筑物组合而成。在经营方式上，天河城广场全部实行租赁经营，天河城购物中心为广州黄金地段最受欢迎的购物中心之一，总建筑面积及可租用面积分别约为 16 万平方米及 10.6 万平方米。粤海天河城大厦，是一座 45 层高的甲级写字楼，可租用面积 9 万平方米。粤海喜来登酒店，是一家提供约 450 个房间的星级酒店，已委托喜来登海外管理公司来负责运营、管理以及推广。

香港粤海投资大厦位于香港中环干诺道中，此物业为一幢 28 层高商业楼宇，包括写字楼及地下商铺。天津天河城购物中心为粤海集团商业地产在广东省外拓展的首个项目，项目位于天津在建的四号线与建成的三号线交汇处，交通便利，项目定位为大型现代化购物中心，于 2017 年 6 月开业。番禺天河城购物中心为 2020 年新增物业，于 2020 年 12 月 25 日开业。

表 10 粤海集团主要物业收入构成情况（单位：亿港元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
广东天河城购物中心	9.92	10.06	10.61	2.44
天津天河城购物中心	1.68	1.90	1.68	0.46
粤海天河城大厦	2.16	2.23	1.98	0.56
香港粤海投资大厦	0.57	0.58	0.55	0.13
番禺天河城购物中心	--	--	0.09	0.77

注：以上港币计价收入数据来源粤海集团下属香港上市公司；收入已扣除营业税，但包括部分物业管理费收入，与“物业经营收入”统计口径有差异
资料来源：粤海集团提供

（3）物业管理

粤海集团物业管理业务以自持物业为主，收入规模较小。

粤海集团主要通过子公司粤海物业管理有限公司（下称“粤海物业”）从事物业管理业务。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月物业管理板块的主营业务收入分别为 1.56 亿元、2.24 亿

元、1.93 亿元和 0.74 亿元。物业管理费收入有所波动，整体规模较小。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团在管物业共有 16 宗，其中 9 宗为商业物业（含少量公寓），7 宗为住宅物业，在管物业总面积为 269.73 万平方米，其中近一年物业管理费收入超过 100 万元的物业有 11 宗，除南海天河城项目外其余均为粤海集团自有物业。

（4）百货零售

粤海集团于 2019 年和 2021 年两次进行收入准则调整，导致百货零售业务收入规模波动较大，2020 年受疫情冲击，收入规模同比有所下降。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团百货零售主营业务收入分别为 6.05 亿元、28.76 亿元、22.96 亿元和 1.72 亿元。其中，2019 年起粤海集团百货销售收入由净额法调整为按总额法确认导致当年收入规模大幅上升；2020 年受新冠疫情影响，收入规模同比下降。2021 年 1—3 月，百货销售收入改回以净额法确认收入，粤海集团未追溯调整 2019 及 2020 年的收入及成本。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团负责经营的百货商场包括天河城百货店、名盛百货店、奥体百货店、东圃百货店、南海百货店，天河城万博百货店共计 6 间百货门店，总租用面积 12.61 万平方米。经营模式上，各百货门店主要有购销、代销、联营三种经营方式，其中联营模式是天河城百货最主要的经营模式，即由供应商提供商品在天河城百货指定区域设立品牌专柜，双方合作经营，天河城百货根据销售额按一定比例与供应商进行分成，为确保利润，部分专柜会设定最低提成金额。经过十多年的运营，粤海集团积累了丰富的经验并且树立了良好的品牌形象，为粤海集团以天河城为品牌的进一步发展奠定了良好的基础。

（5）酒店业

2018—2020 年，粤海集团酒店收入呈下降趋势，受新冠疫情影响，2020 年收入明显下滑。

粤海集团酒店管理业务主要由粤海投资经

营。截至 2021 年 3 月底，粤海投资旗下的酒店管理团队共管理 34 间酒店，其中 3 间位于香港、1 间位于澳门、30 间位于中国内地。粤海投资拥有 5 间星级酒店（2 间位于香港，各 1 间位于深圳、广州、珠海），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，由喜来登海外管理公司管理。粤海集团其他下属企业另拥有 3 间酒店，其中 2 间为星级酒店，分别位于上海及郑州，另外 1 间为经济型酒店，位于深圳。

2018—2020 年及 2021 年 1—3 月酒店业的主营业务收入分别为 7.17 亿元、6.71 亿元、3.55 亿元和 0.96 亿元。其中 2020 年受疫情影响，收入规模显著下滑。

表 11 粤海集团酒店业经营情况（单位：万次、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
出租客房	84.92	66.78	39.70	11.79
收入	7.17	6.71	3.55	0.96

资料来源：粤海集团提供

4. 制造业

粤海集团制造业务包括马口铁制造及销售、麦芽制造及销售和皮革制造及销售。

（1）马口铁

受市场环境影响，2018—2020 年，马口铁业务产销量出现波动，收入规模有所下降。

粤海集团马口铁业务由香港上市公司广南集团运营，主要产品“马口铁”即镀锡（铬）薄钢板，被广泛应用于食品、饮料、化工、医药、化妆品等行业的产品包装，是金属容器包装的主要原材料。

原材料采购方面，马口铁生产的主要原材料为基板。粤海集团马口铁业务所需基板由自产和外购提供，2018 年和 2019 年，粤海集团马口铁基板以数量计算，自产和外购的比例均为 37.00% 及 63.00%；2020 年，自产和外购的比例分别约为 44.00% 及 56.00%；其中，外购基板的主要供应商为广州宝钢南方贸易有限公司，订货时以银行承兑汇票预付货款；自产基板的原材料均为外购，供应商主要为广州宝钢南方贸易有限公司，

一般以预付款方式结算。2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团向马口铁原材料前五大供应商支付的采购金额分别为 15.18 亿港元和 4.86 亿港元，占马口铁业务采购总额的 78.50% 和 77.38%。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团拥有年产能共 49 万吨马口铁和 14 万吨基板、8 万吨涂印铁。

销售方面，粤海集团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；粤海集团出口和内销的比例较平均。2018 年，受市场行情回升粤海集团收到的订单增多影响，粤海集团马口铁销量和收入均有所上涨，但行业产能过剩未获得根本性改变，受经济环境影响，部分欧洲和中东地区以至国内下游企业需求减少；2019 年粤海集团马口铁产销量及收入继续下降；2020 年粤海集团马口铁产销量及收入均实现小幅回升。

表 12 广南集团马口铁业务经营情况

（单位：亿港元、万吨、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
收入	24.18	20.22	21.16	5.90
产能	49.00	49.00	49.00	49.00
产量	32.04	27.89	30.77	7.73
产能利用率	65.39	56.92	62.80	63.10
销量	32.25	27.16	31.13	7.12
产销率	100.66	97.38	101.17	92.11

资料来源：粤海集团提供

2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团马口铁业务对前五大客户的销售金额分别为 5.42 亿港元和 1.82 亿港元，分别占当期马口铁业务销售总额的 25.61% 和 30.87%。

（2）麦芽

麦芽业务市场竞争力强，收入规模波动增长。

粤海集团麦芽业务由粤海永顺泰集团股份有限公司（以下简称“永顺泰集团”）运作经营。永顺泰集团拥有多年管理经验和麦芽行业经验

的经营队伍。永顺泰集团麦芽产销量居亚洲第一位。

麦芽的原材料主要为大麦，永顺泰集团所有原材料均为外购，且以进口为主；主要进口大麦供应商包括加拿大、法国、阿根廷等国的供应商；而国产大麦供应商主要为江苏等地大麦产区的经销商。为避免大麦价格波动对粤海集团利润水平的影响，粤海集团一方面保持相对合理的大麦库存量，另一方面，销售发生后，及时补入大麦，通过现货合同与远期合同相结合的方式控制大麦价格波动对生产成本的不利影响。粤海集团与大麦供应商之间采取信用证的结算方式。

2020 年粤海集团向前五大供应商采购金额占当期麦芽业务采购总额的 73.36%，集中度很高。

麦芽生产方面，粤海集团麦芽业务采用以销定产的模式进行生产，截至 2020 年底，永顺泰共拥有 5 家麦芽厂，分布在广州、宁波、宝应、昌乐及秦皇岛，总产能为 91 万吨。

表 13 永顺泰麦芽业务经营情况（单位：亿元、万吨、%）

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

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

销售方面，粤海集团所生产的麦芽主要销往各大啤酒生产企业，随着啤酒产量的不断增加，对麦芽的需求量也得到相应的增长。粤海集团啤酒麦芽业务的销售模式包括：国内为工厂对工厂直销，出口包括直销和经销两种方式。粤海集团啤酒麦芽的主要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，销售方式以赊销为主。2018—2020 年，永顺泰麦芽销售量分别为 87.23 万吨、90.71 万吨和 91.27 万吨，获得

销售收入分别为 25.18 亿元、29.91 亿元和 29.70 亿元。2020 年前五大客户销售额占当期麦芽业务销售总额的比例为 69.45%，客户集度高。

（3）制革

制革业务收入规模较小，受环保治理、市场竞争及下游需求减少等多种因素影响，经营压力较大。

粤海集团制革业务由下属香港上市公司粤海制革经营。粤海制革主要于中国江苏省徐州市设立生产基地。

近年，外部市场环境急剧变化，鞋面用料品种不断增多，新材料替代效应不断增强，皮革行业去产能化进一步加剧，叠加国家对制鞋行业环保要求提升，全国各地不断开展环保督查，导致大量中小鞋厂关闭或停产，使得整个下游真皮市场需求量萎缩，对皮革加工企业的生产经营构成沉重压力，导致粤海集团制革业务营业收入及利润有所下降。

采购方面，粤海集团制革业务的原材料为毛皮。粤海集团 2020 年度向前五大供货商的采购额占制革业务总采购额的 47.10%。主要供应商包括美国泰森食品公司、美亚国际公司、美国嘉吉公司、厦门沃姆贸易有限公司、上海达明贸易有限公司等，主要通过信用证方式结算采购款。2018—2020 年及 2021 年 1—3 月，毛皮进口比例分别为 47.99%、24.30%、98.54%和 100%。2020 年及 2021 年 1—3 月，粤海集团向制革业务五大供应商采购金额分别为 0.55 亿元和 0.14 亿元，占当年采购总额的 47.10%和 40.88%。

生产方面，粤海集团在江苏省徐州市设立生产基地，采取以销定产的方式。截至 2021 年 3 月底，其牛面革年生产能力约为 1800 万平方英尺。受经济增速放缓以及国家加大对皮革行业治理影响，鞋面市场萎缩，下游客户需求量减少，加之锅炉被拆除造成的暂时性停产影响，2018 年开始粤海集团皮革产量有所减少，近年来有所波动。

销售方面，粤海集团制革业务的销售模式主要包括直销及经销模式。2020 年前五大客户销售额占制革业务总销售额的 63.67%。下游客户

主要包括温州市经典皮革有限公司、丹阳市鑫达皮鞋厂、温州市中原皮塑有限公司、徐州兴华皮革有限公司、温州市双建贸易有限公司等，销售方式以赊销为主，账期一般为 45~60 天。

表 14 粤海制革业务经营情况（单位：亿港元、万平方米、%）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
收入	2.38	1.78	1.91	0.52
产量	1305	985	1306	306
销量	1416	1144	1495	521
产销率	108.51	116.14	114.47	170.26

资料来源：粤海集团提供

5. 产业园区及和产业金融

粤海集团不断拓展产业园区业务，资本支出规模大；产业金融尚处于起步阶段。

近年来，粤海集团积极拓展现代新型产业园区（即产业地产）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。粤海集团相继投资开发了粤海工业园常州滨江园和东深高丽工业区、粤海工业园等成熟产业园区，总出租面积 55.92 万平方米。粤海集团主要推进项目为“广东粤海装备技术产业园”，位于东莞市东部谢岗镇粤海银瓶合作创新区（以下简称“银瓶创新区”）内。

银瓶创新区位于东莞市谢岗镇，规划总面积 103 平方公里，为省级新区，东莞市委市政府将其列为该市三大增长极之一。广东粤海装备技术产业园（以下简称“粤海产业园”）位于银瓶创新区的重点发展区域，规划面积 17.4 平方公里，其中工业用地 8000 余亩，预计总投资额不低于 600 亿元（含入园企业投资）。粤海产业园重点面向高端装备、电子电气、新能源新材料、医疗器械四大主导产业，目前已成功引入普洛斯集团、北大医疗产业园、乔合里等国内外知名企业，并已启动数控机床创业孵化基地、粤海智造中心、粤普电商物流园、北大医疗产业园、粤海深圳企联创新产业园、电子电气互连产业园等项目。

粤海集团主要承担园区厂房、配套项目建设以及招商引资，并主要通过租赁收入实现收益。截至 2021 年 3 月底，粤海集团已竣工园区项目

为粤海智能智造项目一期、粤海工业智造项目一期、二期和三期项目，已投资 10.39 亿元。粤海集团在建园区项目包括粤海普洛斯电商物流园项目、银瓶创新区基础设施 PPP 项目、电子电气互连产业园一期、基础元器件创新产业中心项目和粤海电子加速技术应用项目，计划总投资 65.75 亿元，已投资 24.99 亿元。

其中，粤海集团于 2016 年 6 月与东莞市谢岗镇政府签署《合作协议书》，成立银瓶创新区基础设施 PPP 项目，负责园区 7 条主干路和若干内部支路道路、市政工程基础设施项目。该 PPP 项目已纳入广东省财政厅 PPP 项目库，计划总投资 47.54 亿元，纳入东莞市财政预算，粤海集团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，粤海集团根据项目公司东莞粤海银瓶开发建设有限公司（以下简称“粤海银瓶”）支付的每笔建设费用收取利息，按照年 8% 的利率计复利，计息期间为粤海集团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粤海集团。此外，维护期内，谢岗镇政府将每年支付相等于总建设费用 1.1% 的年度维护费，并以 10 年分期方式支付相等于建设费用 2.5% 的管理费，同时在管理费余额递减的基础上按年复利率 8% 为基准支付利息。截至 2021 年 3 月底，该项目中爱民大道和粤海大道 2 条道路已完工并移交政府，3 条道路（29 号路、谢岗大道和大黎路）正在建设中。

粤海集团产业金融业务尚处于起步阶段，主要包括非银行金融、资产管理、融资租赁、商业保理和股权投资。

非银行金融方面，粤海集团子公司粤海集团财务有限公司（以下简称“粤海财务”）已取得财务公司金融牌照。粤海财务主要以加强集团资金集中管理和提高集团资金使用效率为目的、为集团成员单位提供财务管理服务。

资产管理业务方面，粤海集团子公司粤海资产管理有限公司、广东粤海资产经营有限公司从事各类实物、股权、债权等不良资产的委托管理与运营，资产重组和项目投资等业务，具有一定

处理不良资产的经验 and 能力。2020 年，粤海集团资产管理业务收入为 0.27 亿元，净利润为 0.56 亿元。

融资租赁业务方面，粤海集团的子公司广东粤海融资租赁有限公司（以下简称“粤海融资租赁”）已取得融资租赁金融牌照。粤海融资租赁主要采用售后回租的方式在集团内部开展融资租赁业务。2020 年，粤海融资租赁营业收入 0.15 亿元，净利润为 0.12 亿元。

商业保理业务方面，粤海集团的子公司粤海商业保理有限公司系粤海集团在应收账款、供应商融资等方面的试点企业，尚处于前期阶段，收入规模较小。

此外，粤海集团还对广东省内企业进行股权投资。截至 2021 年 3 月底，粤海集团主要股权投资余额 22.85 亿元，其中合营企业为粤普仓储物流投资控股有限公司，联营企业包括广东粤电靖海电厂有限公司、肇庆市肇水水务发展有限公司和黄龙食品工业有限公司等，投资行业涵盖火力发电、供水、银行、食品、百货零售和科技等。

5. 经营效率

粤海集团经营效率尚可。

2018—2020 年，粤海集团销售债权周转次数波动增长、存货周转次数和总资产周转次数逐年增长，三年加权平均值分别为 11.60 次、1.52 次和 0.22 次，2020 年上述三项指标分别为 11.78 次、1.70 次和 0.24 次。

表 15 2020 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

公司全称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
广东恒健投资控股有限公司	12.32	6.96	0.17
珠海华发集团有限公司	0.43	15.96	0.26
青岛国信发展（集团）有限责任公司	0.53	3.35	0.08
广东省广晟控股集团有限公司	4.77	13.09	0.56
广东省广新控股集团有限公司	7.27	10.53	1.09
上述中位数	4.77	10.53	0.26
粤海集团	1.70	12.80	0.24

注：为了增加可比性，表中粤海集团指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

粤海集团发展前景良好。

粤海集团依托境内外资本市场，聚焦水务及水环境治理、城市综合体开发及相关服务、现代产业园区开发及产业投资、产业金融等核心主业，开展国际化经营，优化国有资本布局结构，提高国有资本的流动性和资本回报水平，打造国有资本市场化运作的专业平台，成为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。

六、财务分析

1. 财务概况

粤海集团提供了 2018—2020 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。粤海集团 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年底，粤海集团纳入合并范围的子公司较上年底新增 17 家，减少 38 家；2019 年底，粤海集团合并范围内子公司较 2018 年底新增 24 家，减少 28 家；2020 年底，粤海集团合并范围内子公司较 2019 年底新增 35 家，减少 14 家；截至 2021 年 3 月底，粤海集团合并范围内子公司较 2020 年底新增 16 家，减少 1 家。整体看，粤海集团因投资新设、收购兼并、股权转让、注销等导致合并范围子公司变动较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2020 年底，粤海集团（合并）资产总额为 1508.65 亿元，所有者权益合计为 747.3 亿元（含少数股东权益 342.72 亿元）。2020 年，粤海集团实现营业总收入 314.99 亿元，利润总额 68.69 亿元。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团（合并）资产总额为 1700.03 亿元，所有者权益合计为 790.46 亿元（含少数股东权益 373.24 亿元）。2021 年 1—3 月，粤海集团实现营业总收入 78.73 亿元，利润总额 28.31 亿元。

2. 资产质量

近年来，粤海集团资产规模持续增长，以流动资产为主。流动资产中保持一定规模货币资金，受限比例低，房地产类存货规模大；非流动资产中长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产规模大，以水务项目投资形成的资产和购物中心及出租物业为主，投资回收期长，资金占用规模高，流动性弱；考虑到粤海集团水务投资项目均具有很强的区域专营优势，粤海集团整体资产质量尚可。

2018—2020 年末，粤海集团资产总额持续增长，年均复合增长 21.18%，截至 2020 年底为 1508.65 亿元，较上年底增长 29.26%。截至 2020 年底，粤海集团资产总额中流动资产占 34.64%，非流动资产占 65.36%，粤海集团资产以非流动资产为主。

2018—2020 年末，粤海集团流动资产不断增长，年均复合增长 10.97%，截至 2020 年底为 522.67 亿元，较上年底增长 22.91%，系货币资金、应收账款和存货增长所致。截至 2020 年底，粤海集团流动资产主要由货币资金（占 51.62%）、应收账款（占 5.89%）、预付款项（占 6.36%）、其他应收款（合计）（占 7.07%）和存货（占 24.24%）、构成。

2018—2020 年末，粤海集团货币资金逐年增长，年均复合增长 9.83%，截至 2020 年底为 269.81 亿元，较上年底增长 3.67%。粤海集团货币资金主要为银行存款（占 98.89%），期末受限规模 7.26 亿元，占比 2.69%，受限比例低。

2018—2020 年末，粤海集团应收账款持续增长，年均复合增长 38.56%，截至 2020 年底为 30.77 亿元，较上年底增长 68.62%；期末综合计提坏账准备 5.07 亿元，计提比例 14.15%，计提较充分；从账龄看，1 年以内（含 1 年）的占 34.15%，1~2 年的占 23.31%，2~3 年的占 14.07%，3 年以上的占 28.47%，账龄偏长。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款合计 4.19 亿元，占比 11.69%，集中度低。

2018—2020 年末，粤海集团预付款项逐年增长，年均复合增长 206.12%，截至 2020 年底

为 33.27 亿元，较上年底变动不大，主要为预付工程款。

2018—2020 年末，粤海集团其他应收款快速增长，年均复合增长 175.22%，截至 2020 年底为 36.03 亿元，较上年底增长 543.90%，系新增较大规模土地保证金所致。期末其他应收款综合计提坏账准备 48.04 亿元，计提比例 57.14%，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款计提坏账准备为 30.14 亿元，主要为应收粤海企业（集团）有限公司 29.35 亿元（粤海重组遗留），账龄 5 年，预计不能收回，已全额计提坏账准备。按欠款方归集的期末前五名其他应收款账面余额合计 65.18 亿元，占比 77.53%，计提坏账准备 33.85 亿元，其他应收款集中度高。2020 年，粤海集团核销其他应收款 70.66 亿元，主要为重组遗留发生的其他应收款。

表 16 截至 2020 年底粤海集团其他应收款前五名

（单位：亿元）

欠款单位	账面余额	性质	账龄	坏账准备年末余额
粤海企业（集团）有限公司	30.16	往来款及重组遗留	1 年以内至 3 年以上	30.16
中山市公共资源交易中心	20.30	保证金	1 年以内	0.00
广州市番禺信息技术投资发展有限公司	6.47	往来款	1 年以内至 3 年以上	0.00
佛山市公共资源交易中心	4.54	往来款	1 年以内	0.00
黄华	3.70	重组遗留	20 年以上	3.70
合计	65.18	--	--	33.85

资料来源：粤海集团审计报告

2018—2020 年末，粤海集团存货持续增长，年均复合增长 25.76%，截至 2020 年底为 126.72 亿元，较上年底增长 32.50%，系房地产开发成本增长所致。存货主要由开发成本、开发产品构成，期末计提跌价准备 0.38 亿元。

表 17 截至 2020 年底粤海集团存货构成

（单位：亿元）

项目	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	8.01	0.08	7.93
自制半成品及在产品	85.71	0.07	85.64

其中：已完工未结算工程	0.55	--	0.55
开发成本	83.77	--	83.77
库存商品（产成品）	30.76	0.18	30.58
其中：开发产品	26.80	--	26.80
周转材料（包装物、低值易耗品等）	0.37	--	0.36
其他	2.27	0.06	2.21
其中：尚未开发的土地储备	0.70	--	0.70
合计	127.10	0.38	126.72

资料来源：粤海集团审计报告

2018—2020 年末，粤海集团非流动资产快速增长，年均复合增长 27.88%，截至 2020 年底为 985.99 亿元，较上年底增长 32.90%。截至 2020 年底，粤海集团非流动资产主要由长期应收款（占 16.80%）、投资性房地产（占 34.88%）、固定资产（合计）（占 12.09%）、在建工程（合计）（占 10.62%）和无形资产（占 17.65%）构成。

2018—2020 年末，粤海集团长期应收款快速增长，年均复合增长 103.28%，截至 2020 年底为 165.69 亿元，较上年底增长 54.86%，主要系水务板块业务扩张，水务 PPP 项目公司采用金融资产模式进行会计核算以及应收特许经营权授予人的污水处理业务款增加所致。期末长期应收款包括应收融资租赁款 2.93 亿元、分期收款销售商品 22.98 亿元和其他 139.78 亿元，其他主要为粤海投资就污水处理业务向特许经营权授予人确认长期应收款 95.17 亿元，盐城粤海水务有限公司 PPP 项目按照金融资产模式核算，确认长期应收款 32.50 亿元；粤海水务股份采用金融资产模式，就下属公司汕头市潮南粤海环保有限公司的在建工程确认长期应收款 4.12 亿元；粤海水务股份就下属公司阳江粤海清源环保有限公司的特许经营权确认长期应收款 5.99 亿元；广东广水投资有限公司 BT 投资款确认长期应收款 2.00 亿元。粤海集团长期应收款规模较高，以水务项目投资为主，回收期限较长，占用资金。

2018—2020 年末，粤海集团长期股权投资有所增长，年均复合增长 5.36%，截至 2020 年底为 21.85 亿元，较上年底增长 3.52%，系权益法确认投资收益增加所致，期末长期股权投资投资企业主要包括广东粤电靖海发电有限公司

10.47 亿元，肇庆市肇水水务发展有限公司 3.65 亿元、江河港武水务（常州）有限公司 2.05 亿元等。

2018—2020 年末，粤海集团投资性房地产持续增长，年均复合增长 19.22%，截至 2020 年底为 343.93 亿元，较上年底增长 24.20%，系购置和自用房产或存货转入，以及公允价值增加所致。粤海集团投资性房地产主要系购物中心房产及出租物业等，采用公允价值模式进行后续计量，随着粤海集团城市综合体板块的发展和部分地块的评估增值，粤海集团投资性房地产逐年扩大，期末投资性房地产成本合计 249.83 亿元，公允价值变动 94.10 亿元。

2018—2020 年末，粤海集团固定资产（合计）波动增长，年均复合增长 15.70%。截至 2020 年底，粤海集团固定资产（合计）为 119.19 亿元，较上年底增长 36.16%。期末固定资产主要由房屋建筑物和机器设备构成，累计折旧 77.94 亿元，减值准备 1.09 亿元。

2018—2020 年末，粤海集团在建工程（合计）快速增长，年均复合增长 60.78%。截至 2020 年底，粤海集团在建工程（合计）为 104.68 亿元，较上年底增长 65.16%，主要系在建水务项目持续投入所致，期末主要在建工程包括珠三角水资源配置工程、汕头市练江流域潮南区污水处理厂及管网工程、兴化长江引水工程和热电联产扩建工程。

2018—2020 年末，粤海集团无形资产逐年增长，年均复合增长 12.70%，截至 2020 年底为 174.01 亿元，较上年底增长 18.72%，系土地使用权增长所致。期末无形资产主要由土地使用权（28.63 亿元）和特许权（144.75 亿元）构成，包括对香港、深圳及东莞的供水经营特许权和土地使用权。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团资产总额为 1700.03 亿元，较 2020 年底增长 12.69%，主要系货币资金、存货、固定资产和在建工程增长所致。截至 2021 年 3 月底，粤海集团资产总额中流动资产占 39.15%，非流动资产占 60.85%，仍以非流动资产为主。截至 2021 年 3 月底，粤海

集团流动资产为 665.53 亿元, 较 2020 年底增长 27.33%; 其中货币资金较 2020 年底增长 31.60% 至 269.81 亿元, 存货较 2020 年底增长 43.43% 至 181.75 亿元。截至 2021 年 3 月底, 粤海集团非流动资产为 1034.50 亿元, 较 2020 年底增长 4.92%, 其中固定资产和在建工程分别为 145.16 亿元和 119.49 亿元, 分别较 2020 年底增长 21.79% 和 14.14%。

截至 2020 年底, 粤海集团受限资产账面价值 44.56 亿元, 占资产总额的 2.95%, 受限比例较低, 主要为用于抵押贷款的存货、项目收益权和特许经营权等。

3. 所有者权益和负债

近年来, 粤海集团所有者权益规模保持增长, 未分配利润和少数股东权益占比高, 权益结构稳定性较弱。随着水务及水环境治理业务、商品房销售和物业投资等经营规模持续扩张, 粤海集团有息债务规模快速增长, 以长期债务为主, 债务负担可控。

(1) 所有者权益

2018—2020 年末, 粤海集团所有者权益逐年增长, 年均复合增长 11.07%, 截至 2020 年底为 747.30 亿元, 较上年底增长 12.14%。截至 2020 年底, 粤海集团归属于母公司权益中实收资本占 14.83%、资本公积占 24.44%、盈余公积占 0.24%、未分配利润占 61.22%; 所有者权益中归属于母公司所有者权益占 54.14%, 少数股东权益占 45.86%, 所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高。2020 年底, 粤海集团资本公积转增实收资本 50.00 亿元, 实收资本由 2019 年底的 10.00 亿元增至 60.00 亿元, 资本公积由 2019 年底的 124.54 亿元下降至 98.86 亿元。

截至 2021 年 3 月底, 粤海集团所有者权益为 790.46 亿元, 较 2020 年底增长 5.78%, 主要系少数股东权益增长所致。权益结构较 2020 年底变动不大。

(2) 负债

2018—2020 年末, 粤海集团负债总额逐年增长, 年均复合增长 34.39%, 截至 2020 年底

为 761.36 亿元, 较上年底增长 52.04%。截至 2020 年底, 粤海集团负债总额中流动负债占 43.39%, 非流动负债占 56.61%。

2018—2020 年末, 粤海集团流动负债逐年增长, 年均复合增长 54.82%, 截至 2020 年底为 330.38 亿元, 较上年底增长 115.61%, 主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2020 年底, 粤海集团流动负债主要由应付账款 (占 15.93%)、合同负债 (占 8.75%)、其他应付款 (合计) (占 25.71%) 和一年内到期的非流动负债 (占 24.48%) 构成。

2018—2020 年末, 粤海集团短期借款波动增长, 年均复合增长 36.79%, 截至 2020 年底为 21.82 亿元, 较上年底增长 112.95%, 主要由信用借款构成。

2018—2020 年末, 粤海集团应付账款逐年增长, 年均复合增长 89.31%, 截至 2020 年底为 52.63 亿元, 较上年底增长 154.82%, 系应付工程款增长所致。

2018—2020 年末, 粤海集团其他应付款 (合计) 波动增长, 年均复合增长 18.80%, 截至 2020 年底为 84.92 亿元, 较上年底增长 46.46%, 系应付工程款增长所致。粤海集团其他应付款主要包括工程款 (45.93 亿元)、押金、质保金、定金 (6.73 亿元)、重组前的其他应付款 (5.08 亿元) 等。

2018—2020 年末, 粤海集团一年内到期的非流动负债波动增长, 年均复合增长 125.35%, 截至 2020 年底为 80.86 亿元, 较上年底增长 1126.64%, 系一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券明显增长所致。

2018—2020 年末, 粤海集团非流动负债逐年增长, 年均复合增长 23.25%, 截至 2020 年底为 430.98 亿元, 较上年底增长 24.01%。截至 2020 年底, 粤海集团非流动负债主要由长期借款 (占 31.54%)、应付债券 (占 25.06%)、长期应付款 (合计) (占 9.95%)、递延所得税负债 (占 11.79%) 和其他非流动负债 (占 15.75%) 构成。

2018—2020 年末，粤海集团长期借款有所波动，年均复合增长 1.11%。截至 2020 年底，粤海集团长期借款为 135.93 亿元，较上年底增长 20.10%，包括质押借款 66.22 亿元、抵押借款 30.37 亿元、信用借款 38.22 亿元和保证借款 1.12 亿元。

2018—2020 年末，粤海集团应付债券有所增长，年均复合增长 10.78%。截至 2020 年底，粤海集团应付债券为 108.00 亿元，较上年底持平，2020 年底应付债券包括多期企业债、公司债、中期票据。

2018—2020 年末，粤海集团长期应付款（合计）快速增长，年均复合增长 537.03%。截至 2020 年底，粤海集团长期应付款（合计）为 42.88 亿元，较上年底增长 85.28%，系新增水务板块应付广东省财政厅三个水利枢纽收购对价和广东省珠江三角洲水资源配置工程省级补助资金等款项。

2018—2020 年末，粤海集团其他非流动负债逐年增长，年均复合增长 110.92%，截至 2020 年底为 67.86 亿元，主要为 2019 年广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券（一期）26.00 亿元，2020 年广东省水资源专项债券（一期）27.00 亿元、2018 年广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券（一期）10.00 亿元。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团负债总额为 909.57 亿元，较 2020 年底增长 19.47%。截至 2021 年 3 月底，粤海集团负债总额中流动负债占 40.21%，非流动负债占 59.79%。截至 2021 年 3 月底，粤海集团流动负债为 365.69 亿元，较 2020 年底增长 10.69%；其中短期借款较 2020 年底增长 61.41%至 35.23 亿元，其他流动负债较 2020 年底增长 2881.48%至 51.60 亿元，系发行超短期融资券所致。

截至 2021 年 3 月底，粤海集团非流动负债为 543.87 亿元，较 2020 年底增长 26.19%；其中长期借款较 2020 年底增长 68.02%至 228.39 亿元，应付债券较 2020 年底增长 9.26%至 118.00

亿元。

2018—2020 末，粤海集团短期债务波动增长，年均复合增长 94.05%。截至 2020 年底，粤海集团短期债务为 108.44 亿元，较上年底增长 477.91%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。2018—2020 年末，粤海集团长期债务逐年增长，年均复合增长 18.78%。截至 2020 年底，粤海集团长期债务为 326.62 亿元，较上年底增长 16.96%。2018—2020 年末，粤海集团全部债务逐年增长，年均复合增长 29.28%。截至 2020 年底，粤海集团全部债务为 435.06 亿元，较上年底增长 45.98%。截至 2020 年底，粤海集团全部债务中短期债务占 24.93%，长期债务占 75.07%。截至 2021 年 3 月底，粤海集团全部债务为 583.11 亿元，较 2020 年底增长 34.03%，其中短期债务为 148.64 亿元（占 25.49%），长期债务为 434.47 亿元（占 74.51%），仍以长期债务为主。

债务指标方面，2018—2020 年末，粤海集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈逐年上升趋势，三年加权平均值分别为 46.31%、33.68%和 29.60%，2020 年底上述三项指标分别为 50.47%、36.80%和 30.41%。截至 2021 年 3 月底，粤海集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.50%、42.45%和 35.47%，均较 2020 年底有所上升。总体看，近年来随着水务及水环境治理业务、商品房销售和物业投资等经营规模持续扩张，粤海集团融资需求上升，导致有息债务快速增长，债务负担加重，债务结构以长期债务为主，与资产结构较匹配，偿债压力可控。

4. 盈利能力

2018—2020 年，粤海集团营业总收入及利润总额持续增长，管理费用规模大，对利润形成侵蚀；投资性房地产公允价值变动收益对利润贡献较高，整体盈利水平良好。

2018—2020 年，粤海集团营业总收入持续

增长，年均复合增长 33.86%，2020 年为 314.99 亿元，同比增长 34.44%，主要来自供水和物业销售业务收入增长。2018—2020 年，粤海集团营业成本年均复合增长 42.38%，2020 年为 189.22 亿元，同比增长 50.50%。2018—2020 年，粤海集团营业利润率呈下降趋势，分别为 44.81%、43.05%和 35.38%。

2018—2020 年，粤海集团期间费用逐年增长，年均复合增长 30.94%。2020 年，粤海集团期间费用为 70.54 亿元，同比增长 52.89%，主要系管理费用增长所致。2018—2020 年，粤海集团管理费用逐年增长，年均复合增长 37.05%，2020 年为 59.90 亿元，同比大幅增长 70.68%，系当期上缴国有资源使用费 34.00 亿元所致。2018—2020 年，粤海集团财务费用波动下降，年均复合下降-50.82%，2020 年为 0.63 亿元，同比下降 77.72%，系汇兑净收益增加所致，2020 年，粤海集团利息费用为 9.25 亿元、利息收入为 6.23 亿元、汇兑净收益为 2.67 亿元。粤海集团期间费用主要为管理费用，2018—2020 年，粤海集团期间费用占收入的比重分别为 23.40%、19.69%和 22.39%，期间费用控制力有待提升。

2018—2020 年，粤海集团投资收益分别为 1.42 亿元、2.29 亿元和 3.73 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资确认的投资收益；同期，公允价值变动收益分别为 2.36 亿元、5.24 亿元和 21.77 亿元，主要由投资性房地产公允价值变动收益形成，2020 年规模较高，对利润贡献较大。

2018—2020 年，粤海集团资产减值损失分别为 0.19 亿元、4.83 亿元和 0.48 亿元，2019 年金额较大系商誉减值所致。2018—2020 年，粤海集团信用减值损失分别为 0.34 亿元、1.01 亿元和 0.01 亿元，规模不大。

2018—2020 年，粤海集团利润总额逐年增长，年均复合增长 27.11%，2020 年，粤海集团利润总额为 68.69 亿元，同比增长 6.47%。

盈利指标方面，2018—2020 年，粤海集团总资产收益率波动增长，分别为 3.71%、5.50%和 4.46%；净资产收益率波动增长，分别为 4.39%、

6.76%和 5.81%。粤海集团盈利能力良好。

2021 年 1—3 月，粤海集团实现营业总收入 78.73 亿元，同比增长 64.63%；利润总额为 28.31 亿元，同比增长 128.45%。

5. 现金流分析

2018—2020 年，粤海集团经营活动现金流呈持续净流入，投资活动对外支出规模大，依赖外部融资，未来筹资需求高。

经营活动方面，2018—2020 年，粤海集团经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 16.78%。2020 年，粤海集团经营活动现金流入为 349.38 亿元，同比增长 18.54%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 303.36 亿元，同比增长 15.68%。2018—2020 年，粤海集团经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 22.26%。2020 年，粤海集团经营活动现金流出为 296.81 亿元，同比增长 33.29%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 160.24 亿元，同比增长 10.67%。2018—2020 年，粤海集团经营活动现金净流量分别为 57.62 亿元、72.05 亿元和 52.57 亿元。从收入实现质量看，2018—2020 年，粤海集团现金收入比分别为 128.28%、111.93%和 96.31%，收入实现质量下降。

投资活动方面，2018—2020 年，粤海集团投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 14.36%，2020 年为 200.65 亿元，主要收回投资收到的现金 105.43 亿元。2018—2020 年，粤海集团投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 9.24%，2020 年为 296.09 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 142.07 亿元，投资支付的现金 111.27 亿元。2018—2020 年，粤海集团投资活动现金净流量分别为-85.91 亿元、-76.64 亿元和-95.44 亿元，粤海集团投资支出规模持续大额净流出，经营活动产生的现金流量净额难以覆盖。

2018—2020 年，粤海集团筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.35%，2020 年为 351.10 亿元，主要是取得借款收到现金 314.40 亿

元, 2018—2020 年, 粤海集团吸收投资收到的现金分别为 34.12 亿元、28.17 亿元和 35.80 亿元。2018—2020 年, 粤海集团筹资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 28.55%, 2020 年为 272.27 亿元, 其中偿还债务支付的现金 204.15 亿元, 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 27.98 亿元, 支付其他与筹资活动有关的现金 40.14 亿元。2018—2020 年, 粤海集团筹资活动现金净流量分别为 85.89 亿元、13.42 亿元和 78.83 亿元。粤海集团筹资需求高, 筹资活动产生的现金流呈持续净流入。

表 18 近年来粤海集团现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	256.19	294.73	349.38
经营活动现金流出量	198.57	222.68	296.81
经营活动现金净流量	57.62	72.05	52.57
投资活动现金净流量	-85.91	-76.64	-95.44
筹资活动现金净流量	85.89	13.42	78.83

资料来源: 联合资信根据粤海集团审计报告整理

2021年1—3月, 粤海集团经营活动现金流入为 87.29 亿元, 经营活动现金净流量为 -19.80 亿元; 投资活动现金净流量为 -21.71 亿元; 筹资活动现金净流量为 126.31 亿元。

6. 偿债能力

粤海集团长短期偿债指标表现良好, 融资渠道畅通, 粤海集团作为广东省人民政府全资持有的国有资本投资公司, 区域战略地位重要, 政府支持力度大, 粤海集团偿债能力极强。

从短期偿债指标看, 2018—2020 年末, 粤海集团流动比率分别为 307.89%、277.53% 和 158.20%, 流动比率逐年下降。2018—2020 年末, 粤海集团速动比率分别为 249.77%、215.12% 和 119.85%, 速动比率逐年下降。2018—2020 年, 粤海集团经营现金流动负债比率分别为 41.80%、47.02% 和 15.91%, 波动下降。2018—2020 年末, 粤海集团现金类资产分别为 290.81 亿元、262.76 亿元和 280.24 亿元, 分

别为短期债务的 10.10 倍、14.00 倍和 2.59 倍。截至 2021 年 3 月底, 粤海集团流动比率和速动比率分别为 181.99% 和 132.29%, 分别较 2020 年底增加 23.79 个百分点和增加 12.44 个百分点; 截至 2021 年 3 月底, 粤海集团现金类资产为 357.66 亿元, 较 2020 年底增长 27.63%, 为短期债务的 3.63 倍。

从长期偿债指标看, 2018—2020 年, 粤海集团 EBITDA 分别为 64.15 亿元、91.74 亿元和 96.14 亿元; 同期, 粤海集团 EBITDA 利息倍数分别为 11.63 倍、11.52 倍和 10.39 倍; 全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.06 倍、3.25 倍和 4.53 倍。

表 19 近年来粤海集团偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	307.89	277.53	158.20
	速动比率 (%)	249.77	215.12	119.85
	经营现金流动负债比 (%)	41.80	47.02	15.91
	现金类资产/短期债务 (倍)	10.10	14.00	2.59
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	64.15	91.74	96.14
	全部债务/EBITDA (倍)	4.06	3.25	4.53
	EBITDA 利息倍数 (倍)	11.63	11.52	10.39

资料来源: 联合资信根据粤海集团审计报告整理

截至 2021 年 3 月底, 粤海集团共获得各银行授信额度约 2742.30 亿元, 尚未使用额度 2526.88 亿元, 粤海集团间接融资渠道畅通。此外, 粤海集团控股 4 家香港上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2021 年 3 月底, 粤海集团对外担保余额 12.47 亿元, 均为对粤海集团物业买方提供的按揭担保。

7. 粤海集团本部财务分析

粤海集团本部资产以股权投资为主, 盈利主要来自投资收益, 本部承担集团体系内直接债务融资职能, 债务负担偏重。

截至 2020 年底, 粤海集团本部资产总额为 350.29 亿元, 其中流动资产为 67.75 亿元, 非流动资产为 282.54 亿元。流动资产主要构成为现金类资产 27.25 亿元和其他应收款 17.56 亿元。非流动资产主要构成为长期股权投资 216.62 亿

元和长期应收款 61.53 亿元。

截至 2020 年底，粤海集团本部负债总额为 217.33 亿元，其中流动负债 89.33 亿元，非流动负债为 128.00 亿元。流动负债主要构成为其他应付款 54.98 亿元，一年内到期的非流动负债 30.00 亿元。非流动负债主要构成为长期借款 20.00 亿元和应付债券 108.00 亿元。截至 2020 年底，粤海集团本部全部债务为 162.00 亿元，包括长期债务 128.00 亿元，短期债务 34.00 亿元。截至 2020 年底，粤海集团本部资产负债率为 62.04%，全部债务资本化比率为 54.92%，长期债务资本化比率为 49.05%。粤海集团本部债务规模较高，债务负担偏重。

截至 2020 年底，粤海集团本部所有者权益为 132.96 亿元，主要为实收资本 60.00 亿元和资本公积 72.31 亿元。

2020 年，粤海集团本部无营业收入，期间费用为 36.03 亿元（管理费用 35.15 亿元），投资收益为 39.77 亿元；利润总额为 3.71 亿元。

2020 年，粤海集团本部经营活动现金流入为 47.70 亿元，经营活动现金流出为 33.28 亿元，经营活动现金流净额为 14.42 亿元；投资活动现金流净额为 14.02 亿元；筹资活动现金流净额为 -1.97 亿元。

七、结论

粤海集团作为广东省政府全资控股的大型综合性企业集团，定位为国有资本投资公司，区域战略地位突出。经过多年发展，粤海集团已形成涵盖水电公路、城市综合体及相关业务、制造业产业园区开发及产业金融等在内的多元化的业务布局，水务及水环境治理具备很强的区域专营优势。粤海集团资产规模较大，资产质量尚可，债务负担可控，融资渠道畅通，偿债能力极强。同时，粤海集团在建及拟建项目投入规模大，资本支出压力大，所有者权益稳定较弱等因素对其信用水平可能带来不利影响。

附件 1-2 广东粤海控股集团有限公司主要财务数据及指标

(合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	290.81	262.76	280.24	357.66
资产总额(亿元)	1027.31	1167.17	1508.65	1700.03
所有者权益(亿元)	605.74	666.39	747.30	790.46
短期债务(亿元)	28.80	18.76	108.44	148.64
长期债务(亿元)	231.51	279.26	326.62	434.47
全部债务(亿元)	260.31	298.03	435.06	583.11
营业总收入(亿元)	175.78	234.30	314.99	78.73
利润总额(亿元)	42.51	64.52	68.69	28.31
EBITDA(亿元)	64.15	91.74	96.14	--
经营性净现金流(亿元)	57.62	72.05	52.57	-19.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.99	12.38	11.78	--
存货周转次数(次)	1.18	1.43	1.70	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.21	0.24	--
现金收入比(%)	128.28	111.93	96.31	88.61
营业利润率(%)	44.81	43.05	35.38	40.02
总资本收益率(%)	3.71	5.50	4.46	--
净资产收益率(%)	4.39	6.76	5.81	--
长期债务资本化比率(%)	27.65	29.53	30.41	35.47
全部债务资本化比率(%)	30.06	30.90	36.80	42.45
资产负债率(%)	41.04	42.91	50.47	53.50
流动比率(%)	307.89	277.53	158.20	181.99
速动比率(%)	249.77	215.12	119.85	132.29
经营现金流流动负债比(%)	41.80	47.02	15.91	--
现金短期债务比(倍)	10.10	14.00	2.58	2.41
EBITDA 利息倍数(倍)	11.63	11.52	10.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.06	3.25	4.53	--

注：1. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 其他流动负债、租赁负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算

资料来源：粤海集团提供、联合资信根据粤海集团审计报告和财务报表整理

附件 1-3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 1-4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。