信用等级公告

联合〔2020〕1946号

联合资信评估有限公司通过对广东省广业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省广业集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“14粤广业MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月三十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

广东省广业集团有限公司
2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
14 粤广业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
14 粤广业 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/05/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广东省广业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为广东省绿色发展基础设施建设的重要平台，承担政府环保基础设施建设职能，在推动广东省环境治理及清洁能源利用等方面发挥着重要作用。跟踪期内，公司签约污水处理规模居广东省前三，矿山环保开采业务稳定发展，带动公司整体盈利能力进一步提升；受广东广业投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）油气贸易减少，中国南海石油联合服务总公司（以下简称“南服总公司”）下属广东南油对外服务有限公司（以下简称“南油外服”）退出合并范围等因素影响，公司清洁能源开发应用及服务板块收入有所下滑。同时，联合资信也关注到公司在建项目多、投资规模大，仍有一定的筹资压力；公司非经常性损益对利润影响大等因素可能给公司经营及财务状况带来的负面影响。

公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流量对存续期债券的保障能力强。

未来伴随着产业布局的明确化，公司产业结构将逐步优化，盈利水平将有所提升，发展前景良好。同时，投资项目的建成投产将有利于提升公司盈利能力，有助于支撑公司信用基本面。

综合评估，联合资信确定维持广东省广业集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 粤广业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司作为广东省国资委监管的 17 家省属企业之一，政府支持力度大，公司整体竞争力强。**
2. **公司是广东省环保清洁领域重要的投融资主体。**公司污水处理业务能力强，是推动落实广东省粤东西北地区新一轮环境综合整治工作的重要实施主体之一，签约污水处理规模居全省前列。

3. **公司业务板块丰富，各板块间收入和利润可提供有效补充。**公司控制粤桂股份、宏大爆破和广咨国际等上市公司，污水处理和流域治理、燃化能源业务、矿山环保开采、机械制造、食品制造等业务为公司收入及利润提供有效补充。
4. **矿产资源优势明显。**公司拥有中国最大的硫铁矿资源，硫铁矿资源优势和品牌优势较为明显。

关注

1. **公司环保项目投资规模大，未来存在较多融资需求。**公司 PPP 污水治理项目投资规模大，存在较大的融资需求。公司债务规模持续增长，随着未来计划投资规模扩大，债务负担有进一步加重可能。
2. **公司非经常损益对营业利润影响较大。**2019 年，公司投资收益为 3.27 亿元，其他收益为 3.62 亿元，投资收益和其他收益共占当年利润总额的 53.29%。
3. **跟踪期内，石油价格剧烈波动对公司燃料能源业务冲击较大。**原油供需矛盾、全球经济增长情况、地缘政治、突发事件等可能引起原油价格的剧烈波动或供给中断。2020 年初以来，全球油价大幅下跌对公司燃化能源业务板块冲击较大，销售单价大幅下降，成品油批发业务利润出现亏损情况。2020 年 1—3 月，公司燃化能源业务板块收入 8.73 亿元，毛利率 -2.17%。

分析师：郭 昊 戴彤羽 张 葛
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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.57	79.50	66.17	79.42
资产总额（亿元）	352.70	406.76	495.39	534.68
所有者权益（亿元）	133.33	179.33	203.41	202.50
短期债务（亿元）	41.48	45.43	61.47	66.47
长期债务（亿元）	80.31	98.67	112.74	121.17
全部债务（亿元）	121.80	144.09	174.20	187.64
营业收入（亿元）	259.90	304.46	267.54	52.89
利润总额（亿元）	10.32	13.35	13.20	0.52
EBITDA（亿元）	24.39	29.85	30.93	--
经营性净现金流（亿元）	20.88	16.03	16.91	-3.31
营业利润率（%）	10.60	10.49	12.77	9.72
净资产收益率（%）	6.14	6.13	5.46	--
资产负债率（%）	62.20	55.91	58.94	62.13
全部债务资本化比率（%）	47.74	44.55	46.13	48.10
流动比率（%）	125.09	164.46	98.11	95.03
经营现金流动负债比（%）	16.59	14.42	10.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.83	3.49	3.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.99	4.83	5.63	--

公司本部（母公司）口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	138.14	148.93	183.76	190.96
所有者权益（亿元）	26.44	57.21	71.65	69.31
全部债务（亿元）	26.63	38.42	51.28	48.45
营业收入（亿元）	0.18	0.20	0.20	0.01
利润总额（亿元）	-0.74	0.73	1.04	-0.26
资产负债率（%）	80.86	61.59	61.01	63.71
全部债务资本化比率（%）	50.17	40.18	41.72	41.14
流动比率（%）	110.10	162.38	108.89	102.80
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-2.99	-1.32	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
		AAA	稳定	2019.07.26	郭 昊 戴彤羽	工商企业信用评级方法总论（2018 年） --	阅读全文
		AAA	稳定	2018.07.20	牛文婧 王 聪		阅读全文
14 粤广业 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2014.1.16	孙恩哲 丁 伟		阅读全文
		AA^+	稳定	2010.10.30	张华 高利鹏	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东省广业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司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实地调查和诚信义务，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，未因该公司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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东省广业集团有限公司
2020 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

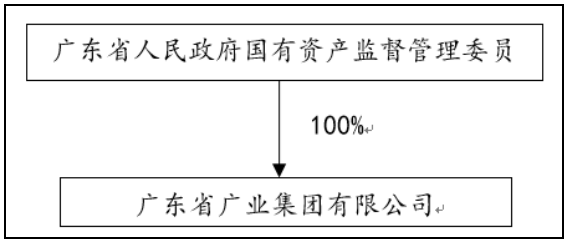
根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省广业集团有限公司及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广东省广业集团有限公司（以下简称“公司”）原名广东省广业资产经营有限公司，公司于 2017 年 2 月 8 日将公司更为现用名，同时对公司章程进行了相应变更。公司是经中共广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅批准（粤办发〔2000〕9 号），于 2000 年 8 月 23 日成立的国有独资公司。

作为广东省国资委直属资产经营公司之一，公司承担了部分广东省政府国有资产经营和管理的职能。公司成立初期由省属工业行业中的国有企业及政府部门脱钩企业组成，注册资本 1 亿元。2003 年 6 月，公司注册资本金变更为 12.8 亿元。经过多次增资，截至 2020 年 3 月底，公司实收资本为人民币 15.46 亿元，实际控制人为广东省国资委。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司本部设有办公室与信访维稳办、投资管理与资本运营部、战略与创新发展部、经营管理部、资金财务部（资金结算中心）、人力资源部、安全监管部、党委办公室与党群工作部、法律事务部、纪检监察室、审计与监事工作部、董事会办公室等多个管理职能部门。

截至 2019 年底，公司合并报表范围内的二级子公司有 20 家。公司拥有的上市公司：广西粤桂广业控股股份有限公司（以下简称“粤桂股份”，股票代码：000833.SZ），于 1998 年 11 月在深圳交易所 A 股上市；广东宏大爆破股份有限公司（以下简称“宏大爆破”，股票代码：002683.SZ），于 2012 年 6 月 12 日在深交所中小板上市，首次发行 5476 万股，募集资金 7.92 亿元；广东广咨国际工程投资顾问股份有限公司（以下简称：“广咨国际”，证券代码：836892.OC），2016 年 4 月在全国中小企业股份转让系统正式挂牌上市。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 495.39 亿元，所有者权益合计 203.41 亿元(含少数股东权益 56.19 亿元)；2019 年，公司实现营业收入 267.54 亿元，利润总额 13.20 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 534.68 亿元，所有者权益合计 202.50 亿元(含少数股东权益 56.47 亿元)；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.89 亿元，利润总额 0.52 亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区金穗路 1 号 32 楼；法定代表人：黄敦新。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2014 年 5 月 15 日发行了“14 粤广业 MTN001”，发行期限为 7 年，含第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，共募集资金 5.00 亿元，原计划用途：3 亿元用于补充广东省广业石油天然气有限公司营运资金、0.5 亿元用于补充广东省广业环保集团有限公司（以下简称“环保集团”）营运资金、1.5 亿元用于偿还本部银行借款。根据《广东省广业集团有限公司关于变更“14 粤广业 MTN001”募集资金用途的公告》，募集

资金用途变更为：3 亿元用于补充广业油气公司营运资金、0.5 亿元用于偿还环保集团银行借款、1.5 亿元用于偿还本部银行借款。截至目前，募集资金已全部使用。跟踪期内，“14 粤广业 MTN001”正常付息。2019 年 5 月，公司选择维持本期中期票据票面利率不变为 6.58%，在本期中期票据存续期后 2 年固定不变。同期，投资者未行使回售权。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业

企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目

等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域经济环境

1. 水务行业

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、供应和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，随着我国城市化进程推进，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

我国人均水资源量低，水资源区域分布不均，广大北方和部分沿海地区水资源禀赋较南方大部分地区有所欠缺，原水获取受到一定挑战，南水北调成为缓解我国区域水资源短缺的重要方式

我国水资源主要来源于地表水，地表水占水资源总量的 95.85%。由于我国人口基数大，人均水资源量水平长期处于低位，不足世界平均水平的三之一。受制于我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，部分省份人均水资源量不足 1000 立方米/人，人均水资源量匮乏。

表 2 我国人均水资源量匮乏区域分布

省份/直辖市	人均水资源量 单位：(立方米/人)
天 津	112.9
上 海	159.9
北 京	164.2
宁 夏	214.6
河 北	217.7
山 西	328.6
山 东	342.4
河 南	354.6
江 苏	470.6
辽 宁	539.4
陕 西	964.8

注：列示区域为人均水资源量不足1000立方米/人的省份或直辖市
资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

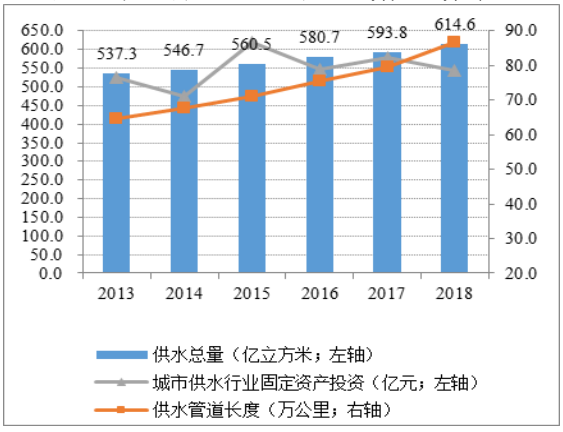
南水北调成为缓解我国南北水资源不平衡问题的重要举措，通过南水北调工程三条调水线路，与长江、淮河、黄河、海河相互联接，改善华北、西北等水资源匮乏区域的供水问题。目前南水北调中线工程、南水北调东线工程（一期）已经完工并向北方地区调水，改善了河南、河北、北京、天津等地区用水问题。

（2）供水行业分析

城市化进程推动我国城市供水能力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稳中小幅波动。整体看，我国城市供水行业进入平稳发展状态

近年来，随着城市化进程推进，城市用水人口持续增加，2018 年城市用水人口增至 5.03 亿人，同比增长 4.16%。同期，城市供水能力达 3.12 亿立方米/日，较 2017 年增长 2.42%，仍保持平稳增长。2018 年，我国城市供水总量达 614.6 亿立方米，较 2017 年增长 3.51%；其中居民家庭用水占比最高，为 39.3%，生产运营用水占比 26.4%，其他为公共服务等方面用水。2018 年，我国城市供水管道长度 86.51 万公里，较 2017 年增长 8.49%；城市用水普及率进一步上升至 98.36%。2018 年，城市供水行业固定资产投资 543.0 亿元，较 2017 年略有下降，整体呈现稳中小幅波动态势。我国城市供水行业进入平稳发展状态。

图 2 我国城市供水能力和固定资产投资情况



资料来源：联合资信根据《2018年城市建设统计年鉴》整理

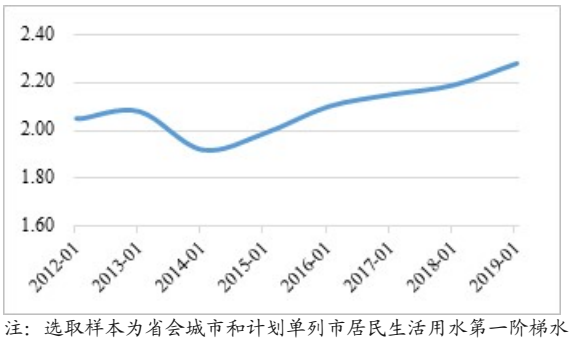
近年来，我国重点城市居民生活用水价格整体呈现小幅上涨趋势，2019年，部分城市居民生活用水价格进一步调升；水资源匮乏城市水价格较高；伴随着水价改革的推进，城市供水价格仍有进一步上调空间

我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，目前我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。

2019 年，我国重点城市居民生活用水平均水价为 2.28 元/立方米，较 2018 年增加 0.09 元/立方米，居民生活用水水价整体呈现小幅上涨趋势。

图 3　重点城市居民生活用水平均水价变动情况

（单位:元/立方米）



注：选取样本为省会城市和计划单列市居民生活用水第一阶梯水价，居民生活用水水价不包含污水处理费、水价附加等

资料来源：wind，联合资信整理

2019 年以来，在全国省会城市和计划单列市中，石家庄、银川和福州居民生活用水第一阶梯水价均有所调升，调整幅度在 0.2 元/立方米~0.5 元/立方米不等，其他省会城市和计划单列市自来水价格保持稳定。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。

表 3　截至 2019 年底全国重点城市居民自来水价格

（单位:元/立方米）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	石家庄	4.28	19	大连	2.30
2	天津	4.00	20	乌鲁木齐	2.25
3	北京	3.64	21	厦门	2.20
4	长春	3.60	22	成都	2.08
5	郑州	3.45	23	南昌	2.03
6	济南	3.20	24	广州	1.98
7	西安	2.85	25	长沙	1.93
8	深圳	2.67	26	上海	1.92
9	青岛	2.50	27	杭州	1.90
10	重庆	2.50	28	贵阳	1.82
11	昆明	2.45	29	合肥	1.78
12	呼和浩特	2.45	30	西宁	1.76
13	宁波	2.40	31	兰州	1.75
14	哈尔滨	2.40	32	海口	1.75
15	太原	2.40	33	南京	1.62
16	银川	2.40	34	南宁	1.55
17	福州	2.40	35	拉萨	1.54
18	沈阳	2.35	36	武汉	1.37

注：该表自来水单价为第一阶梯水价，且不含污水处理费的居民用水价格；福州市水价为2020年1月新调整水价

资料来源：各城市水务局、中国水网、联合资信整理

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，我国城市供水水价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

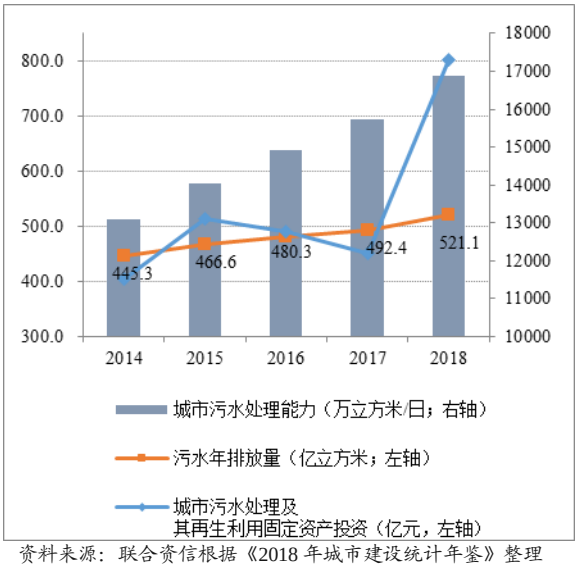
近年来，随着城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力预期将进一步提升，行业进入快速发展期

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。2018 年，全国城市污水排放量 521.1 亿立方米，较 2017 年增长 5.84%。同期，全国城市污水处理

能力 1.69 万立方米/日，较 2017 年增长 7.23%，显著高于同期城市供水能力增速。2018 年，全国城市污水处理率增至 95.49%，同比增长 0.95 个百分点，城市污水处理率进一步上升。2018 年，全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为 802.6 亿元，同比增长 78.04%。2016－2018 年，我国城市污水处理及其再生利用固定资产投资合计 1743.3 亿元，同期县城污水处理及其再生固定资产投资 387.2 亿元[1]，较我国《“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。

2019 年，生态环境部等多部门提出生活污水应接尽接，依法规范生活污水接入管网，城市污水排放量未来或将显著增长。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，行业进入快速发展期。

图 4　近年来，我国城市污水处理变动情况

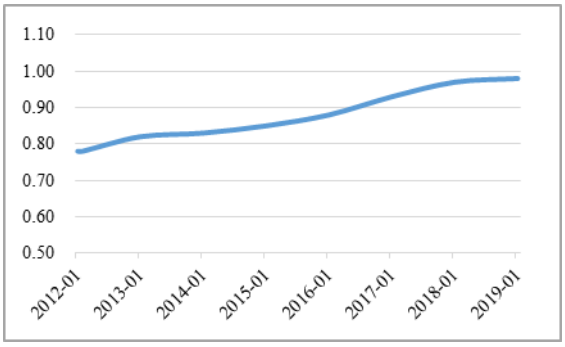


资料来源：联合资信根据《2018 年城市建设统计年鉴》整理

污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间

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。近年来，根据我国重点城市居民生活污水处理平均价格走势来看，居民生活污水处理平均价格虽持续上升，但仍低于 1.00 元/吨，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太原、拉萨、海口等地，污水处理价格处于 0.50 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。

图 5　重点城市居民生活污水处理均价变动情况（单位：元/吨）



注：选取样本为 36 个大中城市居民生活污水处理平均价格
资料来源：wind，联合资信整理

表 4　截至 2019 年底全国重点城市居民污水处理费（单位：元/吨）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	上海	1.70	19	西安	0.95
2	南京	1.42	20	石家庄	0.95
3	北京	1.36	21	哈尔滨	0.95
4	南宁	1.14	22	大连	0.95
5	武汉	1.10	23	银川	0.95
6	杭州	1.00	24	福州	0.95
7	贵阳	1.00	25	乌鲁木齐	0.95
8	青岛	1.00	26	广州	0.95
9	济南	1.00	27	合肥	0.95

[1] 污水处理及其再生利用固定资产投资口径来源于统计局披露的《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

10	重庆	1.00	28	成都	0.95
11	昆明	1.00	29	天津	0.95
12	宁波	1.00	30	南昌	0.95
13	厦门	1.00	31	呼和浩特	0.95
14	西宁	0.95	32	沈阳	0.95
15	兰州	0.95	33	深圳	0.90
16	长沙	0.95	34	拉萨	0.80
17	长春	0.95	35	海口	0.80
18	郑州	0.95	36	太原	0.50

注：该表污水处理费为居民生活污水处理收费，若有阶梯污水处理费的收费标准，表中数据为第一阶梯污水处理费
资料来源：各城市水务局、中国水网

（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。2019年以来，国家发改委、水利部等在节水和污水处理方面新出台文件，要求控制用水总量，提高用水效率，到2020年，全国用水总量控制在6700亿立方米以内，全国公共供水管网漏损率控制在10%以内，水资源节约和循环利用达到世界先进水平；2018年，我国公共供水管网漏损率达14.62%，较2020年目标仍有一定差距，未来加快城市老旧供水管网改造成为节水提效的重要工作之一。污水方面，随着《城镇污水处理提质增效三年行动方案（2019－2021年）的通知》等文件陆续出台，要求地级及以上城市建成区基本无生活污水直排口，基本消除城中村，城乡结合部生活污水收集处理设施空白区，基本消除黑臭水体，以上政策进一步推动我国城镇生活污水的治理，为水务行业发展提供扩容空间。

表 5　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	《污水处理费免征增值税优惠》	国家税务总局
4	《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
5	《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
6	《“十三五”环境领域科技创新专项规划》（国科发社〔2017〕119 号）	科技部、环境保护部、住建部、林业局、气象局
7	《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
8	《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
9	《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
10	《城镇污水处理工作考核暂行办法》（建城〔2017〕143 号）	住建部
11	《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议〉实施方案》（环厅〔2018〕70 号）	生态环境部
12	《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
13	《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
14	《国家节水行动方案》发改环资规〔2019〕695 号	国家发改委、水利部
15	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

资料来源：联合资信整理

（5）行业竞争和发展趋势

水务行业中地方国有水务企业最为普遍；受资金和技术实力较强的央属水务企业异地扩张影响，未来水务行业跨区域竞争将有所加剧；但水务行业规模效应明显，且区域管网受物理因素限制，预期水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断或行业龙头趋势

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。由于水务行业涉及国计民生，民营水务企业所占市场份额较小，主要集中在污水处理领域。伴随经济发达的城市水务行业进入成熟期，需求增长放缓，相关配套设施还不健全的区县城市及乡镇地区成为主要渗透目标。行业地位突出、技术水平较好的水务企业逐步进行异地扩张。未来受资金和技术实力较强的水务企业异地扩张影响，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，预期水务行业整体仍呈现区域垄断或行业龙头趋势。

受城镇污水处理提质增效等政策影响，未来，我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，但同时增加了水务企业的投资和回款压力

随着经济水平增长、城镇化进程推进和一系列节水和环保水务政策的出台，我国供水行业在老旧供水管网提标改造，提升供水效率方面尚有一定空间，污水处理行业在投资和扩产能方面将有较大发展空间，预期未来我国污水处理行业投资规模和处理产能将得到进一步释放。在建设资金配置方面，财政部、住建部等多次提出，鼓励政府参与的污水处理项目实施PPP 模式，鼓励社会资金参与水务设施建设，水务行业投资模式逐步向多元化转变，社会资本方的介入一定程度推进了水务行业市场化改革。在环保政策驱动下，水环境综合治理等水务衍生行业发展较快，部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过 PPP 模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资，该类项目前期投入规模大，回款期长，对地方政府财政实力依赖程度较高，企业资本支出和现金回流或将面临较大压力。

2．燃化能源产业

（1）行业概况

2019 年我国原油需求稳健增长，原油对外依存度依旧维持在高水平；炼油总能力和原油加工量同比增长；成品油消费量同比减少。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，国际原油价格大幅下降，国内炼厂开工率和成品油消费量也同时下滑。

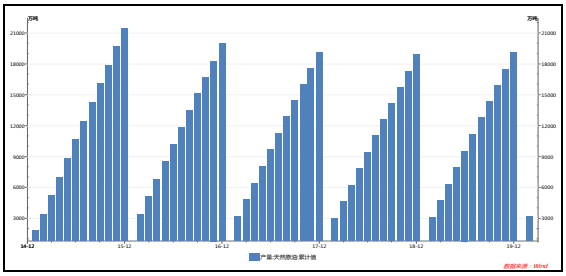
石油是重要的战略资源，是仅次于煤炭的第二大能源消费品，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。石油化工行业链条包括原油开采、炼制、成品油销售和石化产品再加工，在国民经济中占有举足轻重的地位。根据中国石油和化学工业联合会发布的《2019 年中国石油和化学工业经济运行报告》，截至 2019 年底，石油和化工行业规模以上企业 26271 家，全年增加值同比增长 4.80%，增速较上年加快 0.20 个百分点，但仍低于全国规模工业增加值增幅 0.90 个百分点。2019 年，石油和化工行业实现营业收入 12.27 万亿元，同比增长 1.30%，占全国规模工业营业收入的 11.60%；实现利润总额 6683.70 亿元，同比下降 14.90%。总体看，石油和化工行业增加值增速回升，营业收入平稳，但行业效益仍有待改善。

原油生产及供应

2019 年，国内原油的需求稳健增长，原油表观消费量 6.96 亿吨，同比增长 7.41%，增速小幅增长；原油产量 1.91 亿吨，同比增长 1.06%。2019 年原油进口量持续高增长，2019 年进口原油 5.06 亿吨，同比增长 9.52%，原油对外依存度达到 72.56%。2020 年 1－2 月，原油产量 0.32 亿吨，同比增长 3.23%，增速同比

下降 0.1 个百分点；原油进口量 0.86 亿元，同比增长 4.88%，增速同比下降 7.45 个百分点，受新冠肺炎疫情影响，原油需求下降，产量和进口量增速均有所下滑。

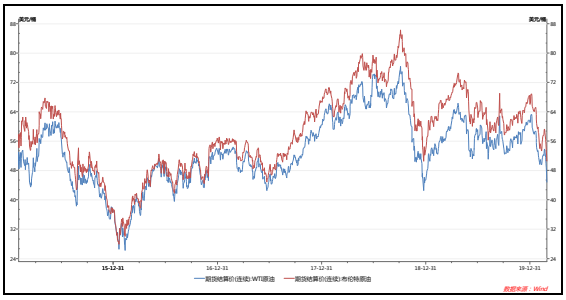
图 6 近年来中国原油产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

2018 年，受地缘政治风险和突发事件影响，原油价格波动较大，呈倒“V”字型走势。2018 年前三季度，受 OPEC 减产以及美国对伊朗制裁影响，原油供应紧张，价格震荡上行；2018 年第四季度，美国表示 8 个国家和地区暂时获得豁免，仍可进口伊朗石油，国际油价大幅下跌。截至 2018 年底布伦特和 WTI 原油价格分别降至 53.80 美元/桶和 45.41 美元/桶。2019 年原油价格呈现宽幅震荡。2020 年以来，随着新冠肺炎疫情的扩散，原油需求缩减，原油价格开始下跌。2020 年 3 月 6 日 OPEC+会议上，OPEC 和俄罗斯未达成原油减产协议，沙特和俄罗斯分别表示将进一步扩大产量抢夺市场份额，导致原油供需失衡的预期加剧，2020 年 3 月 9 日国际油价出现暴跌。截至 2020 年 3 月底，布伦特和 WTI 原油价格分别为 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，分别较 2020 年年初下跌 65.68%和 66.61%。

图 7 布伦特和 WTI 原油期货价格走势
（单位：美元/桶）



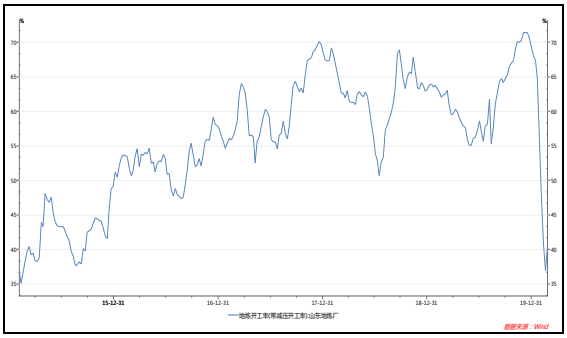
资料来源：Wind

石油加工

石油加工业处于石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。2018 年全年石油加工行业呈现了盈利继续向好、大型企业顶部优势显著和行业格局逐渐清晰的整体态势，已形成以中石油等为代表的国有综合性能源公司和地方炼油企业为主体的加剧竞争格局。截至 2018 年底，中国炼化能力 8.31 亿吨/年，较 2017 年净增长 2225 万吨，增幅为 2.72%，超过全球净增能力的一半。2018 年新增产能 3390 万吨/年，国内三大石油公司新增能力 1240 万吨/年，余下新增产能均来自于民营企业和地方炼厂，其中民营炼化巨头恒力石化新增 2000 万吨/年。2018 年，国内总共淘汰落后产能 1165 万吨/年，淘汰的产能主要集中于山东地炼企业。2019 年，中国炼化能力进一步过剩，并有向炼化一体化下游低端扩展之势。2019 年底炼油总能力升至 8.60 亿吨/年，较 2018 年底增长 3.49%。

原油加工量方面，2019 年国内炼油企业运行持续向好，原油加工量达 6.52 亿吨，同比增长 7.95%，增速增加 1.65 个百分点；2020 年 1－2 月，国内原油加工量 0.99 亿吨，同比下降 3.22%。开工率方面，以山东地炼企业为例，2019 年开工率维持在 55%~70%之间，2020 年以来，开工率大幅下降。截至 2020 年 2 月底，山东地炼企业开工率下滑到 40%左右。

图 8 近年山东地炼企业开工率（单位：%）



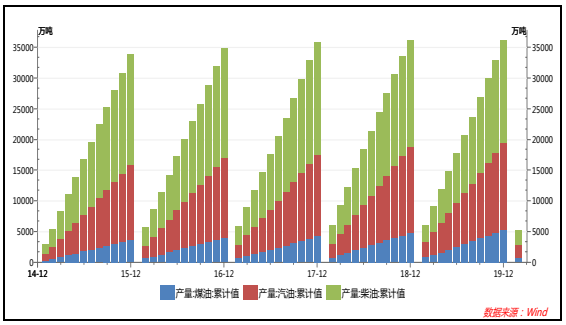
资料来源：Wind

成品油销售

成品油为石油化工行业下游，2019 年，全国成品油产量 3.60 亿吨，产量与 2018 年持平。分品种来看，2019 年汽油产量 1.41 亿吨，同比

增长 1.68%；柴油产量 1.66 亿吨，同比下降 4.25%；煤油产量 5272.60 万吨，同比增长 10.53%。2020 年 1—2 月，汽油、柴油、煤油产量分别为 2044.00 万吨、2358.60 万吨和 761.00 万吨，同比分别下降 14.11%、14.71%和 4.40%。总体看，2019 年汽油产量基本稳定，柴油产量明显减少，煤油产量增长较快；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，成品油产量同比大幅下降。

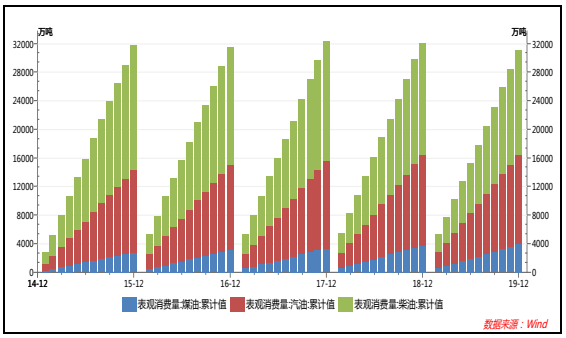
图 9 成品油产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

2019 年，全国成品油消费量约为 3.10 亿吨，同比下降 2.94%。分品种来看，受乘用车销售疲软、可替代出行方式兴起等因素影响，2019 年全年汽油表观消费量 1.25 亿吨，增速由 2018 年的 3.28%下降到-1.01%，汽油表观消费量近年来首次出现负增长；柴油消费量 1.46 亿吨，同比下降 6.25%，受柴油汽车销量下滑，柴油消费疲软；煤油表观消费量为 0.39 亿吨，同比增长 4.36%。整体汽柴煤油增速分化，表现出汽柴油消费下降，煤油上升的趋势。2020 年 1—2 月，汽油消费量 1785.05 万吨，同比下降 17.84%。

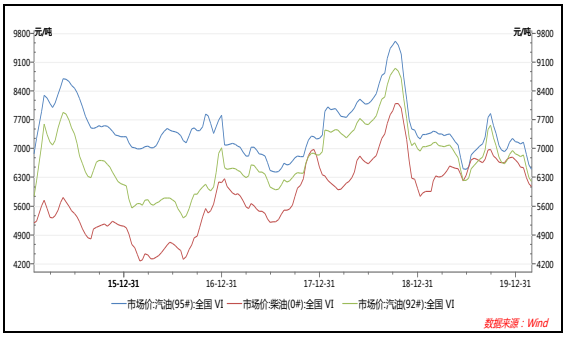
图 10 成品油消费量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

成品油价格方面，2019 年全年国内成品油价格按机制共进行了 25 次调整（十五涨六跌四搁浅），汽油累计涨幅为每吨 680 元，柴油累计涨幅为每吨 675 元。相比 2018 年油价以“五连跌”收官，2019 年油价行情整体有所回暖。2020 年以来，受原油价格下跌影响，成品油价格随之大幅下跌。截至 2020 年 3 月 30 日，国内成品油价格挂靠的国际市场原油前 10 个工作日平均价格低于每桶 40 美元，根据《石油价格管理办法》和《油价调控风险准备金征收管理办法》有关规定，本次汽、柴油价格不作调整，这也是自 2016 年 4 月以来国内成品油价格调整首次止步于“地板价”。

图 11 汽油和柴油市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

（2）行业政策

多项政策推进油气行业全面开放，改革油气管网运营机制，管住中间、放开两头；深化油气价格形成机制改革，加强市场监管。油气行业体制机制改革已经打破原有行业壁垒，新政的实施将进一步推动市场化进程。

石油化工行业当前仍受国家多方面的监管，涉及原油及天然气的勘探、生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品的生产、运输和销售等多方面。

长期以来，我国油气行业存在很多棘手的矛盾和问题，油气体制的改革是解决这些矛盾和问题的根本途径。2019 年 2 月 27 日公布的《国务院关于取消和下放一批行政许可事项的决定》取消了石油天然气（含煤层气）对外合作项目总体开发方案审批事项，改为备案制，

有利于提高效率，进一步扩大开放、积极利用外资。2019 年 3 月 19 日，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，指出要组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司，这意味着国家油气管网公司即将落地，备受瞩目的中游改革取得实质性进展。

油气勘探方面，2020 年 1 月 9 日，自然资源部在《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》新闻发布会上表示，将全面放开油气勘查开采，允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域，此举意味着我国油气勘查开采领域由国有石油公司专营的市场格局被打破，国内油气行业将全面放开，这是我国石油石化行业管理体制市场化改革的重大举措。

原油进口权与进口原油使用权方面，中国近年来一直实行非国营原油进口权和使用权发放制度，其中进口权（原油非国营贸易进口配额）由商务部下发，进口原油使用权则由发改委审批下发。2020 年原油非国营贸易进口允许量为 20200 万吨，与 2019 年持平。随着油气领域的市场化改革，原油进口权和使用权可能会逐步放开。

成品油定价方面，目前全国成品油价格仍然按照 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，当国际市场原油价格低于每桶 40 美元（含）时，按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 40 美元低于 80 美元（含）时，按正常加工利润率计算成品油价格；高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格；高于每桶 130 美元（含）时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。

税收政策方面，中国成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税等。成品油消费税是 15 个应税消费品大项中的一项，税目项下还包括七个子目，即汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油、燃料油。2015 年以来，成品油消费税为汽油 1.52 元/升、柴油 1.2 元/升，对应的消费税约合汽油 2082 元/吨、柴油 1404 元/吨。2018 年 1 月国家税务总局发布了 2018 年 1 号公告《关于成品油消费税征收管理有关问题的公告》和关于该公告的解读，宣布对消费税征收管理方法实施改革，对成品油经销企业的开票方式、开票金额及开票限额均作出了规定，并且要求成品油经销企业在 2018 年 3 月 10 日前（包括 3 月 10 日），将截至 2018 年 2 月 28 日的成品油库存情况录入已完税的成品油库存。该公告对通过调油等方式倒票、变票等避税逃税行为进行遏制，并为成品油价格市场化做出了准备。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开，印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染物防治工作，并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换，并禁止销售普通柴油。同时，2020 年起，全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段)》(简称“国六标准”）的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，对行业落后产能将形成较大的淘汰压力。

（3）行业展望

产业延伸及一体化发展

近年来国内炼油行业呈现小型产能不断淘汰、中型产能整合发展、大型产能项目不断落地的发展态势。按照国家发改委公布的《石化

产业规划布局方案》，未来炼化产业将优化布局，拥有更低吨成本、更强全厂优化能力和更灵活生产方案的千万吨世界级大型炼化项目将不断落成。2016 年 9 月工业和信息化部印发《石化和化学工业发展规划（2016－2020）》，有序推进七大石化产业基地及重大项目建设。

2018 年 11 月，山东省出台的《关于加快启动高耗能行业高质量发展的实施方案》提出，至 2025 年，将 500 万吨以下的炼厂分批分期整合转移，山东地方炼厂的原油加工能力由目前的 1.3 亿吨/年压减至 9000 万吨/年。

一体化是炼化行业发展的必然趋势。炼化一体化，就是集上游炼化到下游产品生产、销售于一体，其核心是实现工厂流程和总体布局的整体化与最优化，其最大的优势就是能有效整合资源，提升企业的整体效益水平。相较于中石油、中石化下属国营炼厂，地方炼油企业主产品仅是成品油，化工产品占比小，炼化一体化水平低，产业链条短，严重制约了行业的转型升级。而中国乙烯、芳烃（PX）等为代表的大宗基础原料进口量较大，化工新材料、工程塑料、高端聚烯烃及特种橡胶等高端产品的自给率偏低，严重依赖于进口。国内成品油过剩的局势驱使炼油企业加速转型升级、产品从油品向高附加值化学品转变。

市场化改革将不断推进

上海国际能源交易中心于 2018 年 3 月 12 日宣布，中国原油期货于 2018 年 3 月 26 日开始上市交易，正式为中国原油定价与交易放开提供市场运作平台。同时，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的要求，2018 年中国成品油价格改革还将进一步推进并完善。随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

2019 年是我国油气全产业链对外开放之年，随着各类资本竞争的加剧，未来落后产能将以市场化方式出清，新的产业格局将在高段位、高层次竞争之后形成。随着《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》的发布，意味着我国油气勘查开采领域由国有石油公司专营的市场格局被打破，国内油气行业将全面放开。

成品油市场竞争将进一步加剧

在原油进口权和使用权可能逐步放开、地炼企业装备水平提升的背景下，成品油价格战愈演愈烈。中国石油集团经济技术研究院发布《2019 年国内外油气行业发展报告》称，按目前在建、已批准建设和规划的项目测算，我国 2025 年炼油能力将升至 10.2 亿吨/年，乙烯生产能力将突破 5000 万吨/年。由于炼油行业加快炼化一体化，叠加乙烯能力的快速增长，炼油能力过剩有进一步向炼化行业下游扩展、造成低端大宗石化品产能过剩的可能。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，成品油需求大幅下降，成品油市场竞争进一步加剧。随着国家规范税收提高炼油装置和产品门槛，同时油品升级、环保指标趋严，未来地炼企业在价格上的优势将逐渐消失，而主营炼厂在加油站渠道上的优势将趋于明显，地炼企业与主营炼厂的竞争将愈演愈烈。

六、基础素质分析

1. 股权结构

公司为国有独资公司，截至 2020 年 3 月底，公司实收资本为人民币 15.46 亿元，实际控制人为广东省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司作为广东省国资委监管的 17 家省属企业之一，签约污水处理规模为广东省前三，公司在污水处理、矿山、爆破等多个领域实力强，公司整体竞争力强。

公司是广东省国资委监管的 17 家省属企业之一，控制粤桂股份、宏大爆破和广咨国际等上市公司。截至 2020 年 3 月底，公司签约污水处理规模为 514 万吨/日，成为广东省仅次

于广州水务、深圳水务的第三大污水处理企业，是广东省国有企业中规模、实力领先的绿色环保企业。

公司拥有已投运清远市龙须带水电站及清远市清新县迳口水电站 2 座，徐闻灯楼角风力发电场 1 座；其中龙须带水电站及迳口水电站装机容量分别为 13500 千瓦和 5630 千瓦；年均发电量分别为 4807 万千瓦时和 1829 万千瓦时。徐闻灯楼角风力发电场装机容量 49.50 兆瓦，2019 年发电量为 8836.08 万千瓦时。

公司现拥有油库 3 座，分别位于东莞市沙田镇立沙岛和东莞市洪梅站，总储量 52.6 万立方米；拥有油站 18 座（含 2 个撬装油站）。通过油品采购、配送、仓储、营销完整的产业链体系，构建了供应广东省全省 240 多座加油站的成品油销售网络。公司下属子公司广业油气公司 2007 年开始成为广东省内仅次于中石化、中石油、中海油、中化的第五大成品油批发商。

公司下属子公司广东广业云硫矿业有限公司（以下简称“云硫矿业”）拥有硫铁矿山一座，是中国最大的硫铁矿山，硫铁矿总储存量位居世界第二位、亚洲第一位，单体矿储存量位居世界第一位。云硫矿区探明硫铁矿储量为 2.08 亿吨（其中露天开采设计利用储量 1.38 亿吨），居世界前列，矿石平均含硫 31.04%，是生产硫酸的优质化工原料。云硫矿业的云硫矿露天开采矿权的到期日为 2039 年 11 月，露天采场服务年限为 28 年。

公司下属子公司宏大爆破业务领域覆盖全国，逐步形成华东、华南、华北、西南、西北五大区域市场格局，并跟随国家“一带一路”战略拓展海外市场。宏大爆破年采剥总量超过 17000 万方，拥有 25.6 万吨（含现场混装 12.9 万吨）炸药年许可产能、6800 万发工业雷管年许可产能，及总装备部核发的“装备制造资质”，是中国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，也是广东省最大的民爆器材生产企业。

3. 政府支持

“十三五”期间，广东省政府大力推进粤东西北地区新一轮环境综合整治项目。广东省国资委将大力推进公司与其他地级市签署相关协议，全力支持公司成为广东省绿色发展基础设施建设的重要平台，承担政府环保基础设施建设职能；争取重点项目直接委托给公司；全力支持公司积极发挥环保龙头地位和带头作用，做大做强国有企业，推动广东省环保项目快速稳定发展。公司政府支持力度大，利好公司未来发展。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1.经营概况

公司为广东省国资委直属大型企业之一，主业定位为“两大门类七大领域”，即环境治理与清洁能源、循环经济与环保科技两大门类，其中，环境治理与清洁能源门类细分为污水处理和流域治理、固废处理和土壤修复以及清洁能源开发应用及服务三大领域；循环经济与环保科技门类细分为矿山环保开采、资源综合利用、绿色制造以及科技服务四大领域。

从营业收入来看，2019年公司营业收入为267.54亿元，同比减少12.13%，主要为清洁能源开发与应用服务收入减少所致。污水处理和流域治理、清洁能源开发应用及服务和矿山环保开采为公司的主要收入来源，2019年上述三项业务板块占营业收入的比重分别为12.65%、43.12%和24.84%。从毛利率看，2019年公司整体毛利率为13.34%，毛利率有所上升。

2020年1—3月，公司实现营业收入52.89亿元，为2019年全年的19.77%，综合毛利率10.23%，较2019年下降3.11个百分点。

表 6　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

领域	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
污水处理和流域治理	25.15	9.68	22.42	31.70	10.41	19.81	33.85	12.65	12.56	7.01	13.26	22.84
固废处理和土壤修复	0.66	0.25	38.51	0.66	0.22	32.54	0.67	0.25	28.36	0.01	0.02	-470.64
清洁能源开发应用及服务	152.56	58.70	3.98	168.48	55.34	3.87	115.36	43.12	6.45	24.08	45.54	5.04
矿山环保开采	46.99	18.08	24.49	54.96	18.05	24.85	66.47	24.84	21.75	10.28	19.44	18.41
资源综合利用	12.65	4.87	4.96	23.49	7.72	3.38	28.38	10.61	13.21	7.75	14.65	-0.72
绿色制造	13.26	5.10	14.59	14.46	4.75	14.39	14.22	5.32	18.42	2.54	4.80	15.49
科技服务	4.87	1.87	36.41	6.58	2.16	33.36	6.35	2.37	30.39	0.88	1.66	22.72
其他	3.75	1.44	34.84	4.13	1.36	45.18	2.25	0.84	46.88	0.33	0.63	63.92
合计	**259.89**	**100.00**	**11.20**	**304.46**	**100.00**	**11.04**	**267.54**	**100.00**	**13.34**	**52.89**	**100**	**10.23**

注：追溯调整 2017 年数据
资料来源：公司提供

2. 污水处理和流域治理业务

跟踪期，公司污水处理业务收入快速增长，总签约污水处理规模在广东省污水处理业务领域行业排名领先，此外公司在建污水处理项目规模较大，存在较大的对外融资需求。

污水处理和流域治理以污水处理和城市综合治理为主，重点在污水处理、环保工程装备、民生工程投资建设和工程施工领域，该板块运营主体主要为广东省广业环保产业集团有限公司（以下简称“环保集团”）和广东省广业置业集团有限公司（以下简称“置业集团”）。

2019 年公司污水处理和流域治理板块营业收入 33.85 亿元，同比增长 6.78%，主要系新增并购湛江生态公司收入、新增两德、揭西二期等项目运营，完成 7 个项目的调价收入所致。同期，毛利率为 12.56%，同比下降 7.25 个百分点，主要系原东西北项目陆续完成财审或竣工决算，根据事务所要求对超投项目补计提摊销额，导致营业成本同比增长较大所致。随着公司污水处理业务的持续增长，公司该板块营业收入呈逐年增长趋势，盈利水平保持稳定。

环保集团

环保集团是污水处理业务的运营主体，在城镇污水处理设施建设方面，可提供从环评、项目建议、立项到可研、设计、施工、监理、环保工程装备采购以及建成后的运营管理全过程服务，目前已形成了设计-建设-运营（DBO）的完整产业链，可获取产业链中的大部分利润，符合水务行业经营主流模式。

环保集团的污水处理运营业务主要采用 BOT、TOT 和 PPP 三种经营模式，一般与业主签订 25 年左右的长期服务合同。TOT 是收购已建成的污水处理厂后实行运营管理，环保集团在运营期内通过收取污水处理服务费可收回投资并获得一定的收益；而 BOT 则需要先负责建设再进行运营，建设期一般为 1—2 年。PPP（Public—Private—Partnership）模式，是指政府与私人组织之间，为了提供某种公共物品和服务，以特许权协议为基础，彼此之间形成一种伙伴式的合作关系，并通过签署合同来明确双方的权利和义务。

截至 2020 年 3 月底，公司已签约 149 个水处理项目，其中已有 73 座单体污水处理厂投入运营，省内 71 座，省外 2 座，日处理规模 289 万吨。截至 2020 年 3 月底，公司签约污水处理规模为 514 万吨/日，其中 PPP 综合项目签约污水处理规模 79 万吨/日。

表 7　近年来公司污水处理经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
总污水处理能力(万吨/日)	250.47	257.47	503	514

已运营污水设计处理能力(万吨/日)	225.20	236.8	284	289
污水处理量（亿吨/年）	7.33	7.78	9.43	2.33
平均水价（元/吨）	0.916	0.92	0.90	0.96

资料来源：公司提供

2019 年环保集团实现营业收入 20.33 亿元，同比增长 9.36%，主要来自设计监理和污水厂经营收入的增长，同期毛利率为 32.42%，同比增加 3.64 个百分点。

表 8 近年来公司污水处理经营情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
污水处理业务	16.29	26.53	17.44	26.26	18.58	26.12	2.87	30.66
①建设安装	4.16	3.70	3.84	4.43	3.47	7.8	0.59	1.69
②设计监理	4.58	20.63	5.48	23.72	6.32	25.18	-	-
③污水厂经营收费	7.55	42.69	8.12	38.30	8.79	33.99	2.28	38.16
其他	1.04	97.72	1.15	66.96	1.75	99.27	0.60	35
合计	**17.33**	**28.31**	**18.59**	**28.78**	**20.33**	**32.42**	**3.47**	**31.3**

资料来源：公司提供

表 9 截至 2020 年 3 月底公司运营的 TOT 污水处理项目情况（单位：万吨/日、亿元、元/吨）

项目名称	设计规模	实际处理规模	合同金额	污水处理单价	运营期限
电白县县城生活污水处理厂	2.00	2.00	0.40	0.40	2011.06～2036.05
汕尾市西区污水处理厂	5.00	2.85	0.38	0.50	2011.01～2035.12
潮阳区污水处理厂一期	5.00	3.62	0.70	0.70	2009.12～2039.11
澄海区清源水质净化厂区一期工程	6.00	4.43	1.60	1.64	2011.04～2036.03
合计	**18.00**	**12.90**	**3.08**	--	--

资料来源：公司提供

表 10 截至 2020 年 3 月底公司在建 BOT 污水处理厂项目情况（单位：万吨/日、亿元）

在建项目名称	设计规模	投资概算	已投资	建设周期	特许经营期限
潮南区陕山镇污水处理厂二期（含配套管网）	4.50	2.53	1.69	2016.03-2018.9	25 年
潮南区两英镇污水处理厂二期（含配套管网）	3.00	1.98	1.34	2016.03-2018.9	25 年
汕头市南区污水处理厂-濠江分厂（一期二段管网工程）	--	1.89	0.51	2016.12-2018.12	25 年
化州管网二期	--	0.62	0.61	2016.12-2019.6	25 年
龙川县麻布岗镇污水处理厂项目	1.00	0.30	0.25	2016.10-2018.06	25 年
揭西县污水处理厂二期	2.67	0.79	0.79	2017.5-2018.12	25 年
马鞍山郑蒲港新区第二（北区）污水处理厂	1.50	0.43	0.38	2017.6-2018.6	30 年
合计	**12.67**	**8.54**	**5.57**	--	--

资料来源：公司提供

表 11 截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建 PPP 污水处理厂项目情况（单位：亿元、元/吨）

拟建项目名称	设计规模	投资概算	投标报价/年	特许经营期限
广宁县生活污水处理设施整县捆绑 PPP 项目	1.746 万吨/日、74km	3.61	0.3033	30 年

电白区生活污水处理设施整区捆绑 PPP 项目	10.838 万吨/日、120.02km	13.03	1.1032	30 年
丰顺县全县域环境综合治理与修复 PPP 项目	3.583 万吨/日、586.7km	9.27	1.0380	27 年
潮州市潮安区生活污水处理设施整区捆绑 PPP 项目	4.15 万吨/日、297.98km	13.50	1.2994	30 年
龙川县整县镇村污水处理设施及配套管网工程（下片区）PPP 项目	3.47 万吨/日、133.08km	3.33	0.3654	30 年
梅县区全区环境综合治理与修复项目融资、勘察、设计、施工一体化服务采购项目	8.626 万吨/日、258.04km	7.86	0.8561	17 年
兴宁市环境综合治理与修复项目	6.852 万吨/日、781.1km	16.94	1.6995	26.5 年
新丰县村镇生活污水和垃圾处理工程 PPP 项目“A 包”	2.925 万吨/日、266.614km	4.16	0.5303	30 年
潮州市枫江流域水环境整治一期工程 PPP 项目	5 万吨/日、5.832km	3.09	0.0152	21 年
峡山大溪流域截污工程 PPP 项目	35.166km	2.37	0.0152	25 年
云浮城区截排系统完善及污水处理厂扩建 PPP 项目	29.06km	2.59	0.0555	20 年
揭西县棉湖二期污水处理项目二期工程 PPP 项目	2 万吨/日、26.33km	1.40	0.615-1.75	29 年
蓝塘镇污水处理厂一期工程 PPP 项目	1 万吨/日	0.42	1.72	26 年
普宁市区污水处理厂三期 PPP 项目	5 万吨/日	1.58	0.95	26 年
佛冈县生活污水基础设施整县推进 PPP 项目	2.76 万吨/日、36.31km	6.6	0.7616	30 年
高州市水质净化设施 PPP 项目	6.506 万吨/日、459.58km	9.01	1.083	30 年
云城区 PPP 模式整区推进镇村污水处理设施建设项目	1.638 万吨/日、612.951Km	5.7	0.6319	30 年
潮州市桥东污水处理厂配套管网完善工程 PPP 项目	39.37km	4.23	0.4295	21.5 年
潮州市枫江流域水环境整治二期工程（湘桥区段）PPP 项目	72.13km	6.55	0.668	20 年
河源市高新区大塘水质净化厂 PPP 项目	2.5 万吨/日	0.88	1.71	30 年
合计	--	**116.12**	--	--

注：该表中的特许经营期限均包含建设期；项目中包括环境综合治理排水专项，污水处理规模为 3.583 万吨/日；农村生活垃圾收运系统改造和大龙华垃圾填埋场无害化改造工程，设计库容 160 万立方米；环境综合治理黑臭水体治理 15 项

资料来源：公司提供

3. 清洁能源开发应用及服务

该板块收入规模大，但盈利能力弱。2019 年受投资集团油气贸易减少，南服总公司下属南油外服退出合并范围影响，公司该板块收入同比下降幅度较大。同时，近期受国际原油价格下降影响，燃化能源业务毛利率有所下降。2020 年一季度，公司燃化能源业务毛利率为-2.17%。

该板块主要包括水电风电业务、高品质油品及天然气终端等燃化能源业务和为海洋石油资源勘探开发提供专业服务的清洁能源服务业务。

2019 年公司清洁能源开发应用及服务板块实现收入 115.36 亿元，同比下降 31.53%，主要系投资集团油气贸易减少，南服总公司下属南油外服退出合并范围所致。同期，该板块毛利率为 6.45%，同比上升 2.58 百分点，主要系南服总公司下属南油外服退出合并范围，营业收入大幅减少，营业成本下降幅度小于营业收入下降幅度所致。

水电、风电业务

2019 年受来水量和风量影响，公司水电业务发电量和上网电量出现上升，风电发电量和上网电量出现下降。公司水电和风电板块收入规模较小，对公司业绩影响不大。

投资集团是公司水电和风电业务的主要经营主体。公司已投资运营清远龙须带水库水力发电站、清远迳口水力发电站以及徐闻灯楼角风电发电项目。

清远市龙须带水电站、清远市清新县迳口水电站项目均为公司通过股权收购所得，其中，清远龙须带水电站装机容量为 13500 千瓦，近三年年均发电量为 4807 万千瓦时，产能利用率在 99.61%以上，上网电价（含税）在 0.52 元/千瓦时，清远市龙须带水电站 2003 年被收购运营，2017—2019 年，其发电量分别为 4292 万千瓦时、4260 万千瓦时和 5868 万千瓦时，上网电量分别为 4274 万千瓦时、4242 万千瓦时和 5848 万千瓦时，同期实现发电收入分别为 2300.45 万元、2162.47 万元和 2726.21 万元。

清远市清新县迳口水电站装机容量为5630千瓦，近三年年均发电量为1829万千瓦时，产能利用率在97.74%，上网电价（含税）为0.45元/千瓦时，清远市清新县迳口水电站自2005年被收购运营， 2019年其发电量为2025万千瓦时；上网电量为1985万千瓦时；同期实现发电收入为871.31万元。

湛江徐闻灯楼角风力发电场是公司自建的风力发电项目，装机容量49.5兆瓦，于2014年3月开始发电，上网电价（含税）为0.689元/千瓦时， 2019年其发电量为8836.08万千瓦时；上网电量为8836.08万千瓦时。同期，实现发电收入5219.51万元。

表12 近年来公司水电、风电业务经营情况表（单位：万千瓦时）

项目	指标	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
清远市龙须带水电站	发电量	4292	4260	5,868	592
	上网电量	4274	4242	5,848	586
清远市清新县迳口水电站	发电量	1887	1574	2,025	179
	上网电量	1844	1533	1,985	178
湛江市徐闻灯楼角风力发电场	发电量	9881	9618	8,836.08	3260.40
	上网电量	9881	9618	8,836.08	3260.40

资料来源：公司提供

燃化能源业务

2019年受成品油和天然气量价齐跌影响，公司该板块收入有所下降；同时，2020年初国际原油价格暴跌对燃化能源业务板块冲击较大，销售单价大幅下降，成品油批发业务利润出现亏损情况。

公司燃化能源业务主要由投资集团本部、广业油气公司等经营，目前主要从事成品油、天然气和化工产品贸易，其中成品油贸易以汽油、柴油、煤油为主。广业油气公司2007年开始成为广东省内仅次于中石化、中石油、中海油、的第四大成品油批发商。

投资集团（含广业油气公司）现拥有油库3座，分别位于东莞市沙田镇立沙岛和东莞市洪梅站，总储量52.6万立方米；拥有油站18座（含2个撬装油站）。投资集团通过油品采购、配送、仓储、营销完整的产业链体系，构建了供应广东省全省240多座加油站的成品油销售网络。

目前油品采购主要来源于批发商企业，如四川长江水运有限责任公司、上海迪友实业有限公司、增城市金泰丰燃油有限公司等。从中石化、中石油、中海油、中化四大石油集团公司及山东地方炼厂采购部分成品油。针对不同性质企业给予不同的结算方式，一般分为：央企或者央企全资公司先款后货；山东地方炼厂预付20%定金，自提船舶装货完毕后付清全款；民营社会批发企业先货后款，根据不同贸易商谈判条件一般货到支付60%—90%货款，收齐发票后付清余款。

表13 2019年广业油气公司前五大供应商

（单位：万吨、亿元）

序号	供应商	采购数量	采购金额
1	四川长江水运有限责任公司	10.05	6.71
2	中海油销售深圳有限公司	8.1	5.24
3	上海迪友实业有限公司	6.6	3.97
4	广西经贸集团有限责任公司	5.6	2.88
5	增城市金泰丰燃油有限公司	4.3	2.84
合计	--	**34.65**	**21.66**

资料来源：公司提供

成品油销售模式实行以批发为主，零售与配送相结合的销售模式。销售网络以广东省为主，覆盖华南、西南、闽南等地；批发贸易类客户包括以采购汽油为主的中化、中海油央企，以及金盛、粤宏等地方民企及其他社会批发贸易商。

针对贸易类客户的销售，多数以船单配送销

售为主，特点是销量大，不入自己油库减少储运环节及费用，是营收的重要来源，但一般毛利低，同时存在船期和计量偏差等配送风险，客户采购量容易受政策和价格波动影响，一般情况下需锁定供应和采购上下家合同规避价格和质量风险。

表 14　2019 年广业油气公司批发商前五大客户

（单位：万吨、亿元）

客户单位	销售数量	销售金额
中国石化销售股份有限公司广东石油分公司	13.8	8.7
中化石油广东有限公司	12.1	7.9
中海油销售东莞储运有限公司	6.0	3.6
中海油广东销售有限公司	4.9	3.1
中国石油天然气股份有限公司广东销售分公司	2.6	1.7
合计	**39.3**	**25**

资料来源：公司提供

广业油气公司终端加油站类客户全省达 300 余家，以广州佛山为中心，南至中山、珠海，北至清远、韶关，西至肇庆、云浮的营销网络，通过多年的开拓和培养积累了较多信誉良好，忠诚度高的优质客户。其中一些重要连锁加油站客户如佛山叁谭、中山长虹、清远中航等均属常年稳定合作的战略伙伴，以上油站在当地以至行业内具有一定影响力。

针对油站类客户的销售，通常以车单配送或客户从顺德龙桥库或东莞金鳌沙库自提方式，特点是销量按客户需求从几十吨至几百的甚至几千吨不等，毛利空间大，是利润的主要来源。

表 15　2019 年终端加油站类销量前五大客户

（单位：万吨、亿元）

客户单位	销售数量	销售金额
佛山叁谭	13.2	8.6
深圳冠德	5.1	3.3
清远中航	2.5	1.6
中山长虹	1.7	1.1
海南海汽	1.7	1.1
合计	**24.2**	**15.7**

资料来源：公司提供

表 16　近年来公司燃化能源经营情况表（单位：万吨、亿元、%）

产品	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率
燃料油、柴油、煤油	24.93	11.05	1.05	22.68	12.30	1.46	18.20	9.80	0.92	3.58	1.86	-0.53
民用汽油	92.20	46.30	3.69	83.67	53.22	1.70	82.07	46.75	0.71	12.81	6.87	-2.62
其他	--	4.15	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	**117.13**	**61.51**	**3.98**	**106.35**	**65.52**	**1.65**	**100.27**	**56.55**	**0.74**	**16.39**	**8.73**	**-2.17**

资料来源：公司提供

2019 年公司燃化能源业务实现收入 56.55 亿元，同比下降 13.69%，主要系投资集团油品贸易减少所致。同期，毛利率为 0.74%，主要系油品市场价格波动起伏，批发价差波动性收窄所致。

清洁能源服务业务

2019 年随着南服总公司下属南油外服公司退出合并范围，公司清洁能源服务业务收入下降明显。

该板块主要为海洋石油天然气等勘探开发提供各项专业后勤服务，主要由南服总公司承载。清洁能源服务业务收入主要来自于人力资源服务收入，主要是为客户提供劳务派遣、人力资源服务外包，以及代发工资，代缴社保公积金等人力资源管理服务取得的收入。其确认的收入主要是两部分：一是代收客户的雇员费用（包括社保费、住房公积金、工资及福利费等），二是按照约定的标准收取的服务费或项目费。其确认的成本主要是代发放的客户雇员工资和代缴的各项政府性费用（包括社保费、住房公积金等）。

2019 年，公司清洁能源服务业务实现收入 10.80 亿元，同比下降 82.37%，主要系南服总公司下属南油外服公司退出合并报表所致；毛利率为 4.35%，同比增加 2.83 个百分点。

表 17　近年来公司清洁能源服务业务经营情况表

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
服务客户数（个）	4546	4757	69	65

服务雇员人数(万人)	11.15	13.33	0.86	0.86
收入（亿元）	54.03	61.25	10.8	3.22
毛利率（%）	1.57	1.52	4.35	5.87

资料来源：公司提供

4. 矿山环保开采

近年来，矿上环保开采板块收入快速增长，盈利水平较高。但受硫精矿和硫化产品市场低迷影响，2019 年云硫矿业收入同比有所下降。

公司的矿山与矿山工程板块主要运营主体为广业集团下属子公司云硫矿业和宏大爆破，分别经营硫铁矿资源开发利用和爆破工程及民爆器材生产。

2019 年公司矿山环保开采板块实现收入为 66.47 亿元；同期毛利率为 21.75%。

硫铁矿资源开发利用

云硫矿业拥有硫铁矿山一座，是中国最大的硫铁矿山，硫铁矿总储存量位居世界第二位、亚洲第一位，单体矿储存量位居世界第一位。硫铁矿区具有储量大、品位高、矿体集中、开采条件好等优点。云硫矿区探明硫铁矿储量为 2.08 亿吨(其中露天开采设计利用储量 1.38 亿吨)，居世界前列，矿石平均含硫 31.04%，是生产硫酸的优质化工原料。云硫矿业的云硫矿露天开采矿权的到期日为 2039 年 11 月，露天采场服务年限为 19 年。

多年来，云硫矿业坚持走“矿化结合、硫铁并举、综合开发、综合利用”的循环经济发展道路，利用资源优势，积极发展硫化工产业，是国家第二批循环经济试点单位。云硫矿业生产的矿石产品含硫品位高、有害杂质少，特别是硫精矿的品位达 48%以上，质量在国内外均处于领先水平。除销售矿产品外，云硫矿业还以硫精矿作为原料制取硫酸，硫酸产品质量稳定可靠，透明度高，杂质少，具有较强的市场竞争力。用硫精矿制酸后的烧渣含铁高达 63%。云硫矿业以硫酸烧渣为原料生产铁矿粉，可以销售给钢铁厂炼铁和生产铁红等产品，实现了资源综合循环利用。云浮硫铁矿公司的硫酸烧渣综合开发利用项目列入了国家新技术产业示范工程项目。为了稳妥平衡硫酸生产、销售、使用的关系，做大企业规模，云硫矿业还引进磷矿资源，生产高浓度复合肥磷铵，进一步加工成高浓度氮磷钾复合肥产品。

目前，云硫矿业的主要产品有硫铁矿、硫酸和磷肥，已形成年产原矿 300 万吨、硫酸近 52 万吨、磷肥 12 万吨的生产规模。“云硫”商标为广东省著名商标，“云硫牌”硫铁矿、过磷酸钙、无机酸制造产品为广东省名牌产品。

云硫矿业的客户主要为长江以南地区的化肥、钛白粉、电解锰、有色金属、钢铁等行业客户，并以化肥、钛白粉和电解锰行业为主。其矿石产品除部分自用于生产硫酸外，大部分采取直销的方式销往华南、西南 8 省的化工企业，其中华南销售收入占比约 60%左右，主要客户包括广东云浮市创东化工有限公司、广西金茂钛业有限公司、浠水博海矿业有限公司等。硫酸产品的销售区域主要集中于广东珠三角洲地区，约占总销量的 90%，主要客户包括湛化股份有限公司、广西银亿科技矿冶有限公司、佛山市南海区商盈化工有限公司、东莞上山化工有限公司、阳春市金色铜业有限公司等。磷肥产品则主要于广东地区销售，约占总销量的 98%，主要客户包括钟育森、云安县恒诚矿业有限公司、惠州中联农资有限公司、周秀松、龙川县新城农资贸易部等。近三年云硫矿业对销售的产品均采取先款后货的结算方式，货款回收率为 100%。

表 18　2019 年云硫矿业前五大客户(单位：万元、%)

排名	企业名称	销售额	占比	合作产品
1	广西金茂钛业有限公司	11140.58	16.71%	硫精矿、硫酸
2	云浮市创东化工有限公司	4625.09	6.94%	硫精矿、-3MM 矿
3	瓮福（集团）有限责任公司	4387.22	6.58%	-3MM 矿
4	浠水博海矿业有限公司	3210.70	4.82%	铁矿粉
5	广东湛化集团有限公司	2860.50	4.29%	硫精矿、-3MM 矿
合计		**26224.09**	**39.34%**	

资料来源：公司提供

表 19 近年来公司硫铁矿经营情况表（单位：万吨、亿元）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
矿石产品	135.71	4.38	128.26	5.00	112.82	3.99
其中：硫精矿	115.02	3.91	103.93	4.42	85.97	3.33
化工产品	79.6	2.35	83.04	2.85	63.43	2.11
其中：硫酸	41.85	0.88	45.14	1.3	32.11	0.67
其他	--	0.44	--	0.39	--	0.57
合计	**215.31**	**7.17**	**211.3**	**8.24**	**176.25**	**6.67**

资料来源：公司提供

2019 年公司硫铁矿资源开发利用业务板块实现收入为 6.67 亿元，同比有所下降，主要系硫精矿销量下降及硫酸产品销售低迷所致。

爆破工程及民爆

2019 年宏大爆破矿服板块订单得到良好释放，产能提高；同时军工板块订单量较上年度大幅增长，带动该板块 2019 年营业收入同比增长较大。

宏大爆破以大中型露天矿山为主要业务领域，为客户提供民爆器材产品（含现场混装）、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，其中露天矿山采剥服务和民爆器材产品销售的营业收入每年占宏大爆破全年营业收入的 60%以上。

宏大爆破业务领域覆盖全国，逐步形成华东、华南、华北、西南、西北五大区域市场格局，并跟随国家“一带一路”战略拓展海外市场。宏大爆破年采剥总量超过 17000 万方，拥有 25.6 万吨（含现场混装 12.4 万吨）炸药年许可产能、6800 万发工业雷管年许可产能，及总装备部核发的“装备制造资质”。是中国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，也是广东省最大的民爆器材生产企业。

露天矿山采剥服务的主要原材料成本包括民爆器材及其他辅助材料和柴油，约占营业成本的 24%。供应商（含分包商）主要包括金凯德石油化工（大连）有限公司、葫芦岛市通力运输工程有限公司、丹东恒利通土石方运输工程有限公司、常德市泰和运输有限公司、鞍钢矿山附企齐选工业公司等。

露天矿山采剥服务的主要营销模式为招投标方式。目前宏大爆破已与中国神华能源股份有限公司、神华宁夏煤业集团公司、舞钢中加矿业发展有限公司、广东省大宝山矿业有限公司等多家大中型露天矿山业主建立了长期战略合作关系，业务覆盖内蒙古、宁夏、新疆、山西、河南、广东等国内露天采矿区域。露天矿山采剥服务业务单项合同金额较大，矿山业主一般预付 5%的工程款；施工过程中，按工程进度支付工程款；为保证施工质量，矿山业主一般会预留合同总额或结算款的 5%-20%作为质量保证金，待项目完工验收结束一年后付清。

民爆器材生产所需主要原材料为硝酸铵，在营业成本中约占 30%。原材料主要通过向国内厂商及经销商采购，主要供应商包括福建邵化化工有限公司、柳州化工股份有限公司、辽宁北方华丰特种化工有限公司、福建永安双华化工有限公司、广州科律合成材料技术有限公司等。

宏大爆破拥有国内同行一流的科研团队和高素质专业技术专家。每年都从销售收入中提取一定比例费用作为技术研发经费，2009 年入选第十批省级企业技术中心。宏大爆破拥有的双向折叠式定向爆破技术为亚洲首创；超高烟囱折叠爆破技术和环保清洁爆破（低噪音、低烟尘排放）技术已达到世界先进水平。宏大爆破公司全年共获得发明专利 12 个、实用新型专利 50 个、外观设计专利 1 个、部级工法 4 个、发表核心期刊论文共 23 篇。年内启动科研项目超过 23 项，各子公司共获得省部级科研一等奖 4 项，样板工程 2 个。同时，年内新增 2 家高新技术企业。凭借先进的技术，宏大爆破先后成功完成了被誉为“中国煤矿第一爆”“世界环保第一爆”“中国第一爆”等多项技术难度极高、业内影响极大的项目，奠

定了宏大爆破“技术创新领跑者”的行业地位。

2019 年，公司爆破工程及民爆业务实现收入为 59.02 亿元；同期，毛利率为 20.49%，收入呈持续增长趋势，主要系矿服版块与军工版块业务增长所致。

表 20　近年来公司爆破工程及民爆经营情况表（单位：亿元、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
露天矿山开采	20.33	16.03	22.52	16.84	30.92	17.06
地下矿山开采	9.75	18.30	9.10	15.33	12.02	11.96
民爆器材	7.45	36.57	11.32	34.30	11.83	35.31
防务装备	0.92	34.94	1.69	25.44	2.98	29.25
其他	1.39	21.68	1.17	28.20	1.28	13.94
合　计	**39.85**	**21.06**	**45.79**	**21.47**	**59.02**	**20.49**

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2019 年，随着公司收入同比下降影响，公司各经营效率指标也有所下滑。

2017—2019 年，公司总资产周转次数、销售债权周转次数和存货周转次数整体均呈波动下降趋势，三年均值分别为 0.73 次、7.79 次和 11.13 次；2019 年分别为 0.59 次、8.49 次和 7.48 次。

3. 未来发展

未来投资项目将进一步提升公司环保产业的行业地位及经营规模，公司未来投资规模较大，存在较大的外部融资需求。

在“十三五”期间，公司主要重大投资项目有 33 项，在运营或在建项目共有 12 项，新增投资项目共计 60 项，以广业集团（或各二级企业）为主，带动社会资金投入，项目投资额约 420 亿元，其中自有资金计划约 60 亿元，项目融资和其他股东资金来源计划约 360 亿元。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司纳入合并范围二级子公司 20 家，整体看，公司合并范围变化对财务数据的可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 495.39 亿元，所有者权益合计 203.41 亿元(含少数股东权益 56.19 亿元)；2019 年，公司实现营业收入 267.54 亿元，利润总额 13.20 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 534.68 亿元，所有者权益合计 202.50 亿元(含少数股东权益)。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.89 亿元，利润总额 0.52 亿元。

2. 资产质量

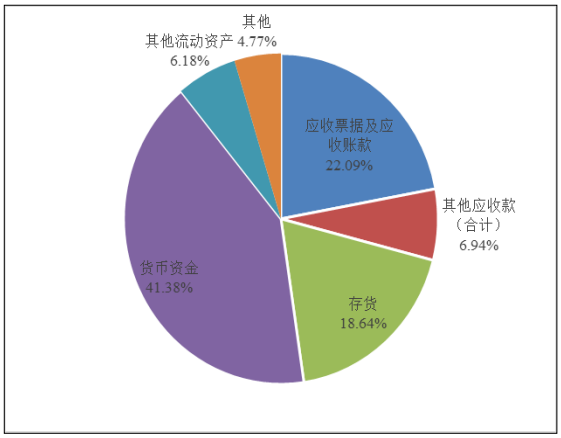
跟踪期，公司资产规模快速增长，非流动资产占比大，货币资金充裕，资产质量较好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 495.39 亿元，较年初增长 21.79%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 32.02%，非流动资产占 67.98%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

流动资产

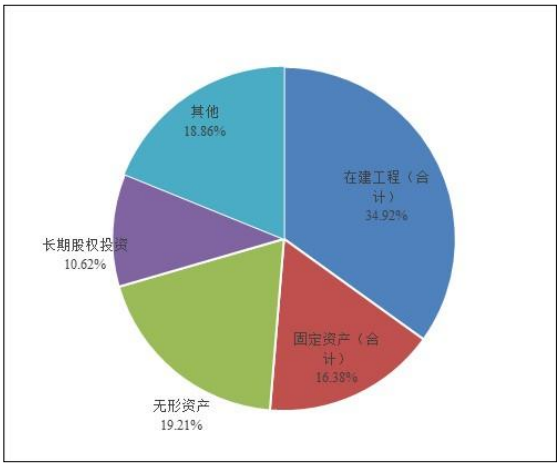
截至 2019 年底，公司流动资产 158.61 亿元，较年初下降 13.27%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 41.38%）、应收票据及应收账款（占 22.09%）、其他应收款（占 6.94%）、存货（占 18.64%）、其他流动资产（占 6.18%）构成。

图12　截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图13　截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金 65.63 亿元，较年初下降 10.06%，主要系投入项目建设所致；货币资金中有 3.42 亿元受限资金，受限比例为 5.21%，主要为银行承兑汇票保证金、履约保证金和用于担保的定期存款或通知存款。

截至 2019 年底，应收票据及应收账款账面价值 35.04 亿元，较年初下降 3.95%，主要系部分应收票据调整到应收款项融资所致；其中应收账款 34.50 亿元，较年初增长 15.20%，主要系宏大爆破业务增长所致。应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账 6.23 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.07 亿元，占比为 19.80%，集中度不高。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 29.56 亿元，较年初增长 17.98%；存货主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品、工程施工构成，累计计提跌价准备 0.77 亿元。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 336.78 亿元，较年初增长 50.43%，主要系固定资产和在建工程增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 10.62%）、固定资产（占 16.38%）、在建工程（占 34.92%）、无形资产（占 19.21%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 35.76 亿元，较年初增长 4.86%，主要系对中国南山开发（集团）股份有限公司权益法下确认的投资收益增加 1.60 亿元所致。同期，公司未对长期股权投资计提减值准备。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 55.16 亿元，较年初增长 22.38%，主要系房屋建筑物及机器设备增加所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 42.65%）和机器设备（占 50.21%）构成。公司累计计提折旧 41.70 亿元，固定资产计提减值准备 0.76 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程 117.62 亿元，较年初增长 327.24%，主要系公司正在实施的潮阳区基础环保设施建设项目、普宁市环保基础设施建设工程项目、潮安环境治理 PPP 项目、潮南区环保基础设施建设项目、兴宁市环境综合治理与修复项目等项目投入增加所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 64.71 亿元，较年初增长 1.63%，较年初变化不大。无形资产主要由土地使用权（占 26.22%）和水厂特许经营权（占 68.12%）构成，累计摊销 19.30 亿元，计提跌价准备 0.53 亿元。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 46.54 亿元，其中无形资产受限比例占比较大，占总受限资产的 87.66%。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 534.68 亿元，较年初增长 7.93%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 34.60%，非流动

资产占 65.40%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长。公司所有者权益中实收资本和资金公积整体占比高，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 203.41 亿元，较年初增长 13.43%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.37%，少数股东权益占比为 27.63%。归属于母公司所有者权益 147.22 亿元，其中实收资本、资本公积、和未分配利润分别占 10.50%、63.52%、和 22.78%。所有者权益结构稳定性较好。截至 2019 年底，公司资本公积 93.52 亿元，较年初增长 24.06%，主要系公司收到财政直接拨入 14.97 亿元和联营企业中国南山开发（集团）股份有限公司本期其他权益变动。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 202.50 亿元，较年初下降 0.45%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.11%，少数股东权益占比为 27.89%。归属于母公司所有者权益 146.03 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.59%、64.59%、-0.12%和 21.46%。所有者权益结构稳定性较好。

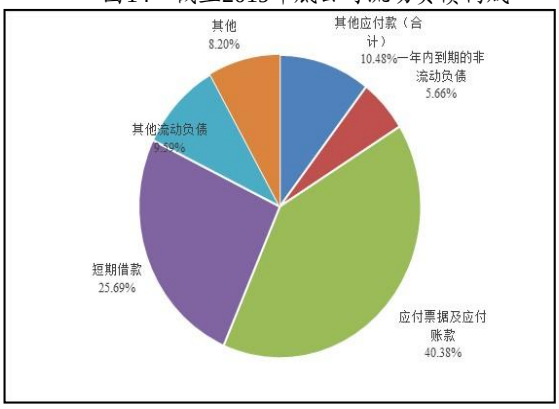
负债

跟踪期，公司债务规模有所增长，短期债务占比有所增加，债务期限结构偏长期，目前债务负担适中。但考虑到未来计划投资规模较大，债务负担或将进一步提升。

截至 2019 年底，公司负债总额 291.98 亿元，较年初增长 28.38%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 55.37%，非流动负债占 44.63%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年底，公司流动负债 161.67 亿元，较年初增长 45.39%，主要系短期借款、应付票据及应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 25.69%）、应付票据及应付账款（占 40.38%）、其他应付款（占 10.48%）、一年内到期的非流动负债（占 5.66%）、其他流动负债（占 9.59%）构成。

图14 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款 41.53 亿元，较年初增长 72.08%，主要系信用借款增长所致；短期借款主要是信用借款（77.49%）和保证借款（18.04%）。

截至 2019 年底，公司应付票据及应付账款 65.29 亿元，较年初增长 129.45%，主要系环保集团信用证增加，环保集团、宏大爆破应付工程款增加所致；应付账款账龄以一年以内（含 1 年）为主，占比 76.58%。

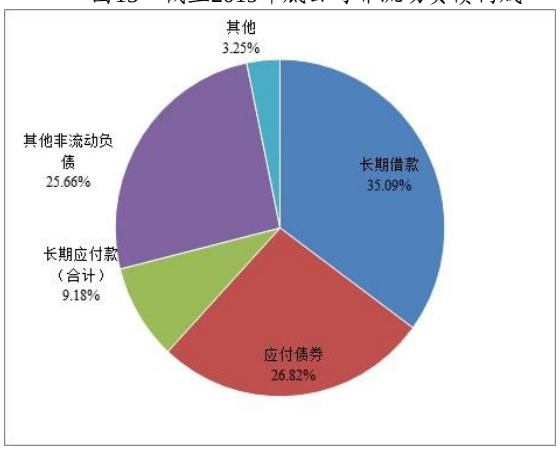
截至 2019 年底，公司其他应付款 16.95 亿元，较年初下降 7.82%，主要系往来款减少所致。同期，公司其他应付款主要由押金保证金、往来款和代收代付款构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.15 亿元，较年初下降 43.30%，主要系一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款减少所致。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 15.50 亿元，较年初增长 48.77%，主要系短期应付债券增加所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 130.30 亿元，较年初增长 12.11%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 35.09%）、应付债券（占 26.82%）、长期应付款（占 9.18%）、其他非流动负债（占 25.66%）构成。

图15　截至2019年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司长期借款 45.72 亿元，较年初增长 19.79%，主要系质押借款增加所致；长期借款主要由质押借款、保证借款和信用借款构成。一年内到期的长期借款为 9.15 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券 34.95 亿元，较年初增长 16.74%，主要系一年内到期应付债券减少所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 174.20 亿元，较年初增长 20.90%，主要系借款增加所致。其中，短期债务占 35.28%，长期债务占 64.72%，以长期债务为主。

债务指标方面， 2019 年，公司调整后长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.66%、46.13%和 58.94%，债务负担适中。

图16　公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 187.64 亿元，较年初增长 7.72%，主要系长期借款增长所致。其中，短期债务 66.47 亿元（占 35.42%），较年初增长 8.14%，主要系短期借款增长所致。长期债务 121.17 亿元（占 64.58%），较年初增长 7.48%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.13%、48.10%和 37.44%，较年初分别提高 3.19 个百分点、提高 1.96 个百分点和提高 1.78 个百分点。

4.　盈利能力

2019 年受投资集团油气贸易减少，南服总公司下属南油外服退出合并范围影响，营业收入和营业利润均有所下降。公司期间费用控制能力较强，但公司非经常性损益对利润影响大。

2019 年，公司实现营业收入 267.54 亿元，较上年下降 12.13%，主要系清洁能源开发与应用服务板块营业收入减少所致。

2019 年，公司营业成本为 231.85 亿元，较上年下降 14.40%，主要系降费降耗，加强内部管理，营业成本也随之下降所致。2019 年，公司营业利润率为 12.77%，同比增长 2.28 个百分点。公司盈利能力尚可。

2019 年，公司期间费用总额为 25.90 亿元，较上年下降 5.17%，主要系销售费用和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 16.78%、47.53%、14.84%和 20.85%，以管理费用为主。其中，销售费用为 4.35 亿元，较上年下降 11.93%，主要系运输费和仓储保管费下降所致；财务费用为 5.40 亿元，较上年下降 24.41%，主要系利息收入增加所致。2019 年，公司期间费用收入比为 8.25%，公司费用控制能力较强。

2019 年，公司实现投资收益 3.27 亿元，较上年下降 67.02%；投资收益占营业利润比重为 25.28%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现其他收益 3.62 亿元，较上年增长 39.04%，主要系产业扶持资金增加所致；其他收益占营业利润比重为 27.98%，对营业利润影响较大。

2019 年，公司实现营业外收入 1.46 亿元，较上年增长 145.33%，主要系清理往来款增加所致。2019 年，公司实现利润总额 13.20 亿元，较上年下降 1.12%，较上年变化不大。

从盈利指标看， 2019 年，公司营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.77%，2.66%和 5.46%。公司盈利水平有待提高。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 52.89 亿元，为 2019 年全年的 19.77%；利润总额 0.52 亿元，为 2019 年全年的 3.94%；同期营业利润率为 9.72%，较 2019 年底下降 3.05 百分点。

5. 现金流

2019 年受投资集团油气贸易减少影响，公司经营活动现金流入量有所下降。2019 年公司资本性支出较大，投资活动净现金流大幅下降；筹资规模上，公司间接融资有所增长。整体看，2019 年公司经营活动产生的现金流量不能满足公司投资活动需要，未来随着投资项目的推进，公司存在较大的对外融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入较上年下降 12.31%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；公司经营活动现金流出较上年下降 13.17%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；公司经营活动现金净流入较上年增长 5.45%；公司现金收入比为 103.71%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入较上年下降 64.43%；公司投资活动现金流出较上年下降 45.25%，但购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加，为 73.11 亿元，同比增长 246.04%；公司投资活动现金净流出较上年增长 530.47%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增加所致。

2019 年，公司筹资活动前净现金流为-30.82 亿元，经营活动产生的现金流量不能满足公司投资活动需要。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入较上年增长 16.29%，主要系借款取得资金有所增长所致；公司筹资活动现金流出较上年增长 25.13%；公司筹资活动现金净流入较上年下降 17.60%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-3.31 亿元，投资活动现金流量净额为-19.28 亿元，筹资活动现金流量净额为 34.61 亿元。

6. 偿债能力

2019 年随着短期借款和下属公司应付工程款增加，短期偿债能力有所下降。公司长期债务偿债能力较好。

从短期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司流动比率分别为 125.09%、161.21%和 98.11%，波动下降。2017－2019 年，公司速动比率分别为 110.54%、138.92%和 79.82%，波动下降。2019 年公司流动比率和速动比率大幅下降，主要系流动负债增加所致。2017、2018 年公司流动资产对流动负债的保障程度较好，但 2019 年随着短期借款增加和下属公司应付工程款增加，短期偿债能力有所下降。2017－2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.07 倍、1.75 倍和 1.08 倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较好。

从长期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 24.39 亿元、28.33 亿元和 30.93 亿元，连续增长。2017－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.83 倍、3.57 倍和 3.59 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。2017－2019 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 4.99 倍、5.09 倍和 5.63 倍，波动增长。公司长期偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信 717.30 亿元，其中，尚未使用额度 588.59 亿元。公司间接融资渠道通畅。公司拥有多家上市公司，直接融资渠道通畅。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用信息报告（统一社会信用代码：91440000724782685K），截至 2020 年 06 月 24 日，公司不存在未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约记录良好。

8. 抗风险能力

公司整体抗风险能力极强。

作为广东省人民政府授权经营的国有资产投资主体，公司受政府的支持力度大。目前公司以环保产业、燃化能源产业、矿山和矿山工程、现

代服务业四大产业为依托，通过产业链延伸和聚合，形成了以绿色环保工业产业为特色的产业集群，并在广东乃至全国市场居于领先地位。

目前，公司资产构成稳定，整体经营呈现平稳发展态势，营业收入和利润规模较大；债务负担一般，投资规模大，有较大的对外融资需求。

9．母公司财务分析

母公司收入规模小，债务负担尚可，利润来源主要为投资收益，偿债需依靠下属子公司。

截至 2019 年底，母公司资产总额 183.76 亿元，所有者权益 71.65 亿元，负债 112.11 亿元，全部债务 51.28 亿元，其中应付债券 34.95 亿元；母公司资产负债率 61.01%，全部债务资本化比率 41.72%。2019 年，母公司实现营业收入 0.20 亿元，利润总额 1.04 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流量对存续期债券的保障能力强。

截至目前，经联合资信评级的待偿还中期票据为 5 亿元的“14 粤广业 MTN001”，将于 2021 年 5 月到期兑付。2019 年，公司现金类资产为 66.17 亿元，为“14 粤广业 MTN001”待偿还本金的 13.23 倍，经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为“14 粤广业 MTN001”到期偿还金额的 60.55 倍和 3.38 倍。

截至报告出具日，公司存续债券共 10 只，以 2019 年底数据为基础，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 2020 年内到期最高额度的 2.13 倍、9.77 倍和 0.55 倍。

表21　公司本部主要存续期债券情况（单位：亿元）

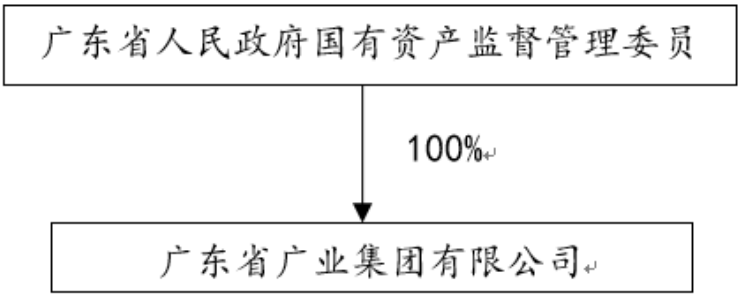
债券名称	到期日	首次行权日	债券余额
20 粤广业 SCP004	2020-12-28	--	5.00
20 粤广业 SCP003	2020-12-05	--	5.00
20 粤广业(疫情防控债)SCP002	2020-12-05	--	8.00
20 粤广业 SCP001	2020-07-08	--	8.00
19 粤广业 SCP005	2020-07-07	--	5.00
14 粤广业 MTN001	2021-05-19	--	5.00
16 广业 01	2023-03-25	2021-03-25	6.00
17 广业 01	2024-08-09	2022-08-09	5.00
18 广业绿色债 01	2025-04-28	2023-04-28	9.00
18 广业绿色债 02	2025-08-15	2023-08-15	10.00
合计			**66.00**

注：联合资信整理

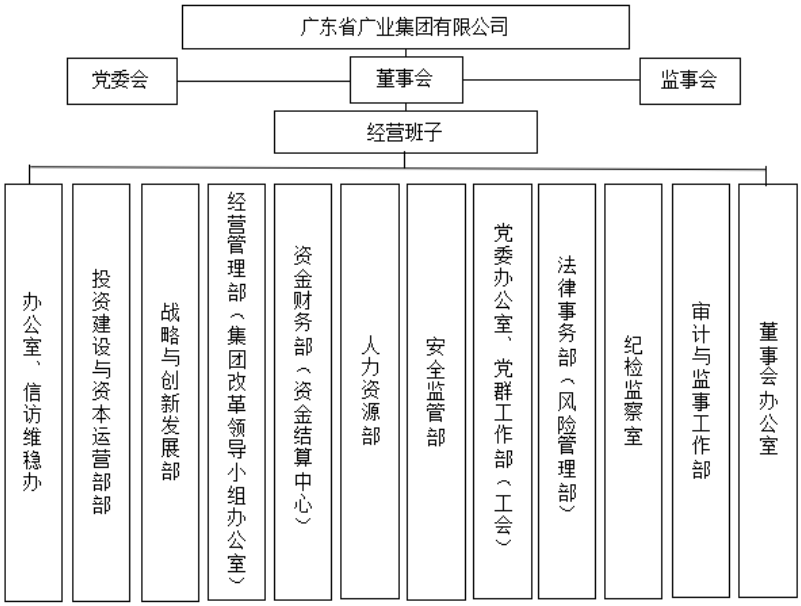
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持广东省广业集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，并维持“14 粤广业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年底纳入公司合并范围二级子公司情况

序号	企业名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有表决权
1	云浮广业硫铁矿集团有限公司	56492.23	100	100
2	广东省广业装备制造集团有限公司	17894.16	100	100
3	广东省广业环保产业集团有限公司	19538.63	100	100
4	广东省伊佩克环保产业有限公司	8056.66	100	100
5	广东粤能（集团）有限公司	31000.00	100	100
6	广东广咨国际工程投资顾问股份有限公司	5000.00	35	35
7	广东广业投资集团有限公司	96237.21	100	100
8	中国南海石油联合服务总公司	12740.79	100	100
9	广东省广业环境建设集团有限公司	15000.00	100	100
10	广东省煤炭工业有限公司	2798.86	100	100
11	广东省广业投资控股有限公司	8005.78	100	100
12	广东宏大爆破股份有限公司	70710.90	26.63	26.63
13	广西广业粤桂投资集团有限公司	10079.00	100	100
14	广西粤桂广业控股股份有限公司	66840.19	54.78	54.78
15	广业（香港）投资控股有限公司	284.56	100	100
16	广东省广业检验检测集团有限公司	24469.08	100	100
17	广东省广业绿色基金管理有限公司	10000.00	100	100
18	广东省广业中保投绿色产业投资基金合伙企业（有限合伙）	350100.00	100	100
19	广西广业兴港房地产开发有限公司	32767.21	100	100
20	广东省粤材非金属矿业有限公司	1120.00	100	100

资料来源：公司财务报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	44.57	79.50	66.17	79.42
资产总额（亿元）	352.70	406.76	495.39	534.68
所有者权益合计（亿元）	133.33	179.33	203.41	202.50
短期债务（亿元）	41.48	45.43	61.47	66.47
长期债务（亿元）	80.31	98.67	112.74	121.17
全部债务（亿元）	121.80	144.09	174.20	187.64
营业收入（亿元）	259.90	304.46	267.54	52.89
利润总额（亿元）	10.32	13.35	13.20	0.52
EBITDA（亿元）	24.39	29.85	30.93	--
经营性净现金流（亿元）	20.88	16.03	16.91	-3.31
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.64	8.24	7.48	--
存货周转次数（次）	12.42	12.49	8.49	--
总资产周转次数（次）	0.79	0.80	0.59	--
现金收入比（%）	102.86	104.70	103.71	119.35
营业利润率（%）	10.60	10.49	12.77	9.72
总资本收益率（%）	5.57	5.92	4.95	--
净资产收益率（%）	6.14	6.13	5.46	--
长期债务资本化比率（%）	37.59	35.49	35.66	37.44
全部债务资本化比率（%）	47.74	44.55	46.13	48.10
资产负债率（%）	62.20	55.91	58.94	62.13
流动比率（%）	125.09	164.46	98.11	95.03
速动比率（%）	110.54	141.93	79.82	76.77
经营现金流动负债比（%）	16.59	14.42	10.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.83	3.49	3.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.99	4.83	5.63	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.83	38.47	29.12	32.98
资产总额（亿元）	138.14	148.93	183.76	190.96
所有者权益（亿元）	26.44	57.21	71.65	69.31
短期债务（亿元）	10.22	8.48	16.33	13.50
长期债务（亿元）	16.41	29.94	34.95	34.95
全部债务（亿元）	26.63	38.42	51.28	48.45
营业收入（亿元）	0.18	0.20	0.20	0.01
利润总额（亿元）	-0.74	0.73	1.04	-0.26
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-1.08	-1.83	-1.01	-0.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	80.22	76.98	82.74	-106.54
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	-2.82	1.27	1.45	-1.51
长期债务资本化比率（%）	38.30	34.35	32.79	33.52
全部债务资本化比率（%）	50.17	40.18	41.72	41.14
资产负债率（%）	80.86	61.59	61.01	63.71
流动比率（%）	100.10	162.38	108.89	102.80
速动比率（%）	100.10	162.38	108.89	102.80
经营现金流动负债比（%）	-1.14	-2.99	-1.32	-0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4　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%

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

附件 5-1　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 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　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