

信用评级公告

联合〔2021〕4938号

联合资信评估股份有限公司通过对广东省环保集团有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省环保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，并维持“20广业绿色债01/G20广业1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十八日

广东省环保集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
广东省环保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 广业绿色债 01/G20 广业 1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 广业绿色债 01/G20 广业 1	18 亿元	18 亿元	2027/08/19

注：用*标出的债券附带有回售条款
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：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均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	
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	1
			企业管理	1
财务风险	F2	现金流	经营分析	1
			资产质量	3
			盈利能力	2
		现金流量	2	
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对广东省环保集团有限公司（以下简称“广东环保”或“公司”）的跟踪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，受业务板块重新划分影响，公司主业由原来“两大门类七大领域”变更为三大主要板块，即环境综合治理及相关板块、装备制造板块和化工产品生产及相关板块。2020 年，公司整体收入和利润水平变化不大。同时，联合资信也关注到公司在建项目多、投资规模大，有息债务规模增长迅速等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对本次跟踪评级债券保障能力强。

未来公司将集中资源发展环境治理、装备制造和绿色化工三大主业，公司产业结构将逐步优化，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收入规模和盈利能力，有助于支撑公司信用水平。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“20 广业绿色债 01/G20 广业 1”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 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。截至 2021 年 3 月底，公司签约污水处理规模约 530 万吨/日。
2. 公司业务板块丰富，各板块间收入和利润可提供有效补充。公司业务板块多元，以污水处理和流域治理、装备制造和矿山环保开采等业务为公司主要收入和利润来源，燃化能源、食品制造等其他业务，为公司收入及利润提供有效补充。
3. 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。

分析师：王爽

王宇飞

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

关注

1. 公司环保项目投资较多，未来存在一定资金筹措压力。截至2021年3月底，公司在建BOT和PPP项目较多，未来尚需投资48.59亿元，存在一定的资金筹措压力。同时，公司债务规模持续增长，随着未来投资规模扩大，债务负担或将进一步加重。
2. 公司非经常性损益对营业利润影响较大。2020年，公司投资收益为5.02亿元，其他收益为4.09亿元，投资收益和其他收益共占当期利润总额的66.84%。
3. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所增加。截至2020年底，公司全部债务292.84亿元，较上年底增长50.48%；公司资产负债率65.11%，较上年底提高6.17个百分点。
4. 公司未来一段时间板块业务会有一些调整。根据公司最新战略规划，公司将集中资源发展环境治理、装备制造和绿色化工三大主业，和主业不相关的业务将逐渐退出。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	79.50	66.17	95.84	100.35
资产总额(亿元)	406.76	495.39	668.96	683.02
所有者权益(亿元)	179.33	203.41	233.40	226.79
短期债务(亿元)	63.13	90.73	78.05	89.54
长期债务(亿元)	98.67	103.87	214.79	230.63
全部债务(亿元)	161.80	194.60	292.84	320.17
营业收入(亿元)	304.46	267.54	260.43	64.54
利润总额(亿元)	13.35	13.20	13.63	1.77
EBITDA(亿元)	29.85	30.93	34.35	--
经营性净现金流(亿元)	16.03	16.91	36.09	-9.52
营业利润率(%)	10.49	12.77	13.35	7.75
净资产收益率(%)	6.13	5.46	4.81	--
资产负债率(%)	55.91	58.94	65.11	66.80
全部债务资本化比率(%)	47.43	48.89	55.65	58.54
流动比率(%)	164.46	98.11	100.79	109.41
经营现金流动负债比(%)	14.42	10.46	17.98	--
现金短期债务比(倍)	1.26	0.73	1.23	1.12
EBITDA利息倍数(倍)	3.47	3.64	3.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.42	6.29	8.53	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	148.93	183.76	232.10	233.83
所有者权益(亿元)	57.21	71.65	77.90	75.79
全部债务(亿元)	38.42	51.28	92.45	87.19
营业收入(亿元)	0.20	0.20	0.21	0.01
利润总额(亿元)	0.73	1.04	0.87	-0.26

资产负债率 (%)	61.59	61.01	66.44	67.59
全部债务资本化比率 (%)	40.18	41.72	54.27	53.50
流动比率 (%)	162.38	108.89	150.17	144.72
经营现金流动负债比 (%)	-2.99	-1.32	-1.37	--

注：1. 公司 2021 年 1-3 月财务报表未经审计；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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
20 产业绿色债 01/ G20 产业 1	AAA	AAA	稳定	2020/07/02	郭昊 戴彤羽 张葛	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法；联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型	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

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东省环保集团有限公司（以下简称“该公司”）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。

广东省环保集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

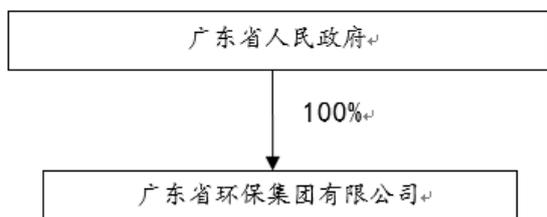
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广东省环保集团有限公司（以下简称“广东环保”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广东环保原名广东省广业集团有限公司，公司于 2021 年 3 月 18 日将公司更为现用名。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。

作为广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“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 2021 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人民政府。

图 1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，受业务板块重新划分影响，公司主业由原来“两大门类七大领域”变更为三大主要板块，即环境综合治理及相关板块、装备制造板块和化工产品生产及相关板块。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 668.96

亿元，所有者权益 233.40 亿元（含少数股东权益 72.71 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 260.43 亿元，利润总额 13.63 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 683.02 亿元，所有者权益 226.79 亿元（含少数股东权益 72.41 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 64.54 亿元，利润总额 1.77 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。

表 1 截至 2021 年 5 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
20 广业绿色债 01/G20 广业 1	18.00	18.00	2020/08/19	5+2 年

资料来源：公开信息，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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。我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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%

和 6.50%，经济逐季复苏，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。2020 年下半年我国

经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. 增速及增幅均为累计同比增长数；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，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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1-11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年

(2.90%)有所回落,其中食品价格上涨 10.60%,涨幅比上年回升 1.40 个百分点;非食品价格上涨 0.40%,涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI(不包括食品和能源)温和上涨 0.80%,涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.80%,工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.30%,降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降, M2 增速显著上升。截至 2020 年底,社会融资规模存量 284.83 万亿元,同比增长 13.30%,增速较上年末(10.69%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元,比上年多增 9.29 万亿元。分季看,各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至 2020 年底, M2 余额 218.68 万亿元,同比增长 10.10%,较上年末增速(8.70%)显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元,同比增长 8.60%,较上年末增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年,全国一般公共预算收入 18.29 万亿元,同比下降 3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元,同比下降 2.30%;非税收入 2.86 万亿元,同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元,同比增长 2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元,同比增长 10.90%;卫生健康支出 1.92 万亿元,同比增长 15.20%;债务付息 0.98 万亿元,同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元,上年缺口为 4.85 万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全

国政府性基金收入 9.35 万亿元,同比增长 10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出 11.80 万亿元,同比增长 28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。2020 年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元,实际同比增长 1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目和刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可持续性;发挥好定向降准、定向中期借贷便利(TMLF)、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具,引导金融

机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

（一）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，随着我国城市化进程推进，一系列节水 and 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，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，2020年地表水占水资源总量的96.39%。目前我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（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，我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，我国城市供水总量达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，我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。我国城市供水行业处于平稳发展状态。

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。2020年，我国重点城市居民生活用水平均水价为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，我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，我国污水处理能力显著上升，但污水处理费仍处低位，受益于政策支持我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，

我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。

图2 我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，我国重点城市居民生活污水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，并且居民生活污水费用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

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。

¹ 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

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，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。

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，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，将推动我国水务行业愈加成熟。

(二) 燃化能源行业

1. 行业概况

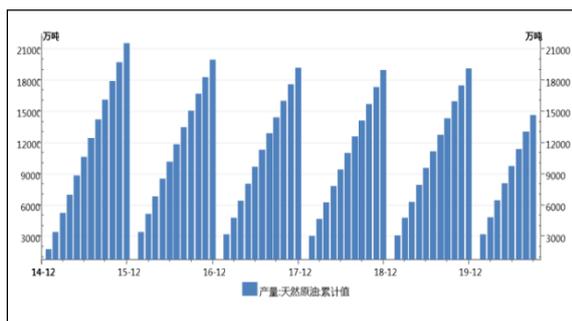
2020 年，新冠疫情蔓延全球，炼化行业受到严重影响，得益于我国严格的疫情防控措施，国内炼化行业迅速恢复，大型炼化一体项目有序推进，产业结构不断优化，行业延续了较好的发展势头。

石油是重要的战略资源，是我国仅次于煤炭的第二大能源消费品。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。

原油生产及供应

2020 年全国原油产量达到 1.95 亿吨，同比增长 1.6%，连续两年产量回升，进口量为 5.42 亿吨，同比增长 7.3%，增速较上年回落 2.2 个百分点。表观消费量 7.37 亿吨，同比增长 5.9%，增速回落 1.5 个百分点。进口依存度 73.5%，依赖度上升约 1 个百分点。

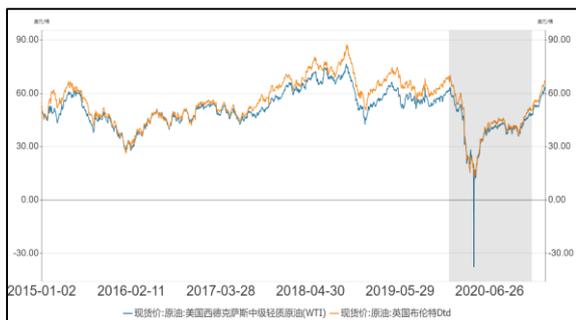
图3 近年来中国原油产量情况(单位:万吨)



资料来源: Wind

2020年初国际油价开始于60美元/桶水平,随后新冠肺炎疫情影响需求大减。3月的OPEC+会议未能达成减产协议,沙特、俄罗斯以及美国争夺市场份额,导致4月的油管输送能力及油库爆满,油价下跌,WTI期货原油史上首次出现负油价。5月初,OPEC+开始减产970万桶/日后,油价逐渐回升至40美元/桶水平区间波动多月。11月新冠疫苗研发实现重大突破,叠加OPEC+决定减缓2021年增产速度,进一步引领油价回升。目前国际原油价格处于上升趋势且位于近五年相对高位。

图4 2015年以来国际原油价格走势



资料来源: Wind

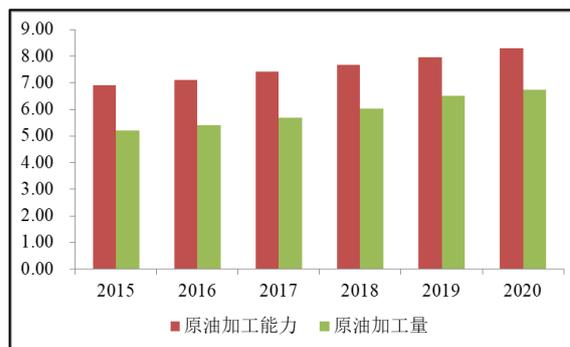
石油加工

近年来,随着国内大炼化项目的推进,炼油产能的持续增长,国内原油加工量不断提升。2020年,预计国内总的炼油能力已超过8.5亿吨。随着炼油装置规模的扩大,2018—2020年原油加工量由6.04亿吨提升至6.74亿吨,其中2020年加工量同比增长约3%。

2020年一季度,国内疫情爆发,产业链供应链遭受重挫,国内成品油消费大幅萎缩。炼油

企业面临外运困难和库存过高的情况,企业开工率急速下降。后随着国内疫情防控效果的显现,炼油行业的开工率稳步恢复。8月后,受全球疫情蔓延影响,国内炼厂再次面临高库存压力,炼油业开工率逐步下降。全年平均开工率75.7%与上年基本持平。

图5 2015年以来国内原油加工能力及加工量

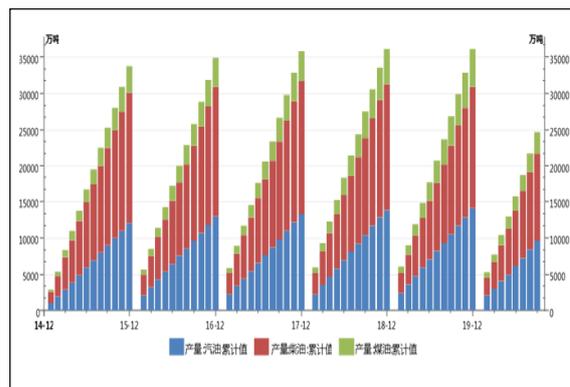


资料来源: Wind

成品油产销

2020年国内生产成品油3.3亿吨,其中汽油产量1.32亿吨,同比下降6.7%;柴油产量1.59亿吨,同比下降4.4%,油品化率(成品油产量/原油加工量)已不足50%，“控炼增化”趋势日渐明显。虽然,得益于规模化、炼化一体化新装置的陆续投产以及落后产能淘汰,国内炼油产能利用率有所提升,但总体来看,国内炼油行业产能过剩问题依然突出。

图6 成品油产量情况(单位:万吨)



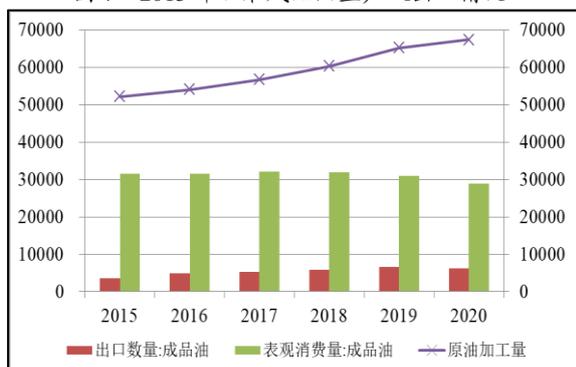
资料来源: Wind

在宏观经济下行压力不断加大、汽车消费放缓和新能源替代的背景下,国内成品油消费呈明显放缓趋势。2020年,在疫情冲击下,成

品油消费量出现较大幅度下滑，全年国内成品油表观消费量 2.9 亿吨，同比下降了 6.8%。

出口方面，国内成品油出口实行配额管理制度，过去仅中石油、中石化等央企拥有成品油出口资质，能够获得出口配额。2020 年，浙江石化和辽宁华锦也获得成品油出口配额，国内成品油出口政策有所放开。近年来，国内成品油出口量从 2015 年的 3615 万吨增至 2019 年的 6685 万吨。2020 年，由于海外疫情控制不利，全年成品油出口小幅下降至 6183 万吨。在国内成品油需求增长乏力，产能过剩的背景下，炼厂“控油增化”压力较加大，成品油分销渠道和出口资质对于提升炼厂抗风险能力显得尤为重要。

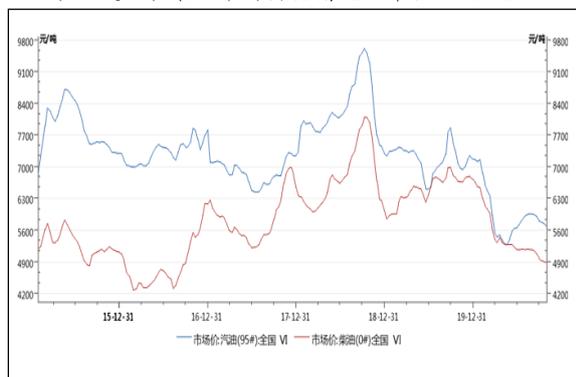
图 7 2015 年以来成品油生产及出口情况



资料来源: Wind

成品油价格方面，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 11 月 5 日，2020 年成品油调价呈现“四涨五跌十二搁浅”的格局，汽油累计跌幅为 1940 元/吨，柴油跌幅 1870 元/吨。

图 8 汽油和柴油市场价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind

2. 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。

一体化是炼化行业发展的必然趋势，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。诸多因素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。

未来几年，将陆续有包括盛虹炼化、浙江石化(二期)、裕龙岛炼化项目(一期)、广东石化炼化一体化项目等项目投产，预计国内原油加工能力将进一步提高。同时，随着部分落后产能通过市场化优胜略汰或者减量置换等手段退出，国内炼化行业的产业结构有望进一步优化。在成品油需求增速放缓的背景下，国内成品油过剩的趋势将进一步延续。在此过程中，拥有全产业链和终端产品市场优势的企业将具备更强的竞争力。

成品油市场竞争将进一步加剧

在原油进口权和使用权逐步放开、地炼企业装备水平提升的背景下，成品油价格战愈演愈烈。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，成品油需求同比下降，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。

油价回升带动下游行业复苏

OPEC+减产协议的达成，保证了减产调节的灵活性和及时性，油价下行空间有限。受寒冬气候、疫苗推出等多重因素的刺激，2020年末至2021年原油去库存周期推动基本面回暖预期明确，同时随着经济的修复，国内消费需求持续恢复，化工产品的价格价差得以明显修复，下游行业收入及盈利有望改善。

六、基础素质分析

1. 股权结构

公司为国有独资公司，截至2021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人民政府。

2. 企业规模及竞争力

公司在污水处理、矿山、爆破等多个领域实力强，其中污水处理规模和能力位居全省前列，公司整体竞争力强。

公司签约污水处理规模和能力位居全省前列，截至2021年3月底，公司已签约162个污水处理项目，签约污水处理规模约530万吨/日。公司建设管网规模4100多公里，覆盖省内15个地级市，57个县（市、区），服务2276万人口。

广东广业投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）及下属公司的高品质油品和天然气业务形成了高质量油气能源供应体系，拥有广东省优秀自主品牌“广东经石”，在广东省内拥有自有及租赁经营终端加油加气站21座。仓储方面投资集团控股持有东莞金鳌沙7.8万立方油库和一座5000吨级石化码头，合资建设东莞九丰能源项目，拥有约26万立方米油气储库、16万立方米LNG接收站及8万吨级油气石化码头。

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”）拥有硫铁矿一座。云硫矿区探明硫铁矿储量为2.08亿吨，居世界前列，平均品位为31.04%，是生产硫酸的优质化工原料。云硫矿区拥有国内硫铁矿富矿资源的85%，设计年产原矿300万吨，是国内最大的大型露天硫铁矿。

公司下属子公司广东宏大爆破股份有限公司（以下简称“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. 企业信用记录

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2021年6月11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。

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

跟踪期内，受业务板块重新划分影响，公司主营业务变更为三大主要板块，其中环境综合治理及相关板块收入占比最大。2020年，公司整体营业收入和利润水平同比变化不大。

跟踪期内，受业务板块重新划分影响，公司主业由原来“两大门类七大领域”变更为三大主要板块，即环境综合治理及相关板块、装备制造板块和化工产品生产及相关板块。

2020年，公司实现营业收入260.43亿元，同比下降2.66%；公司实现利润总额13.63亿元，同比增长3.25%。整体看，公司营业收入和利润水平较2019年同比变化不大。

营业收入构成方面，2020年，环境综合治理及相关板块和装备制造板块为公司主要收入来源，合并收入中占比分别为55.27%和29.70%，

其中环境综合治理及相关板块占比较上年略有增长；化工产品生产及相关板块收入占比为15.03%，较上年变化不大。2020年，公司环境综合治理及相关板块收入同比增长5.03%，同比变化不大；装备制造板块和化工产品生产及相关板块收入均同比下降，其中装备制造板块收入同比下降13.59%，主要系汽车销售业务划出所致。

毛利率方面，2020年，环境综合治理及相关板块和化工产品生产及相关板块毛利率同比变化不大；装备制造板块毛利率较上年增长4.39个百分点，主要系汽车销售业务划出所致。整体看，2020年公司综合毛利率为13.99%，较上年

变化不大。

2021年1—3月，公司实现营业收入64.54亿元，同比增长22.02%，主要系海砂项目海砂销售、广东南油控股集团有限公司（以下简称“南油集团”）能源贸易业务和人力资源业务同比增长所致；实现利润总额1.77亿元，同比增长238.80%，主要系投资集团确认了协议转让水电、风电等公司股权所致。毛利率方面，2021年一季度公司综合毛利率为8.48%，较上年下降5.51个百分点，主要系一季度受春节假期影响，企业停工，但固定成本、摊销等正常进行，导致部分子公司毛利为负。

表3 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	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
环境综合治理及相关	190.72	62.64	8.26	137.05	51.23	12.26	143.94	55.27	11.40	38.78	60.09	3.92
装备制造	75.51	24.80	16.45	89.51	33.46	16.98	77.34	29.70	21.37	18.08	28.01	16.47
化工产品生产及相关	38.24	12.56	14.21	40.99	15.32	9.00	39.15	15.03	8.92	7.68	11.90	12.66
合计	304.46	100.00	11.04	267.54	100.00	13.34	260.43	100.00	13.99	64.54	100.00	8.48

资料来源：公司年报

2. 环境综合治理及相关

跟踪期内，公司在建污水处理项目较多，投入规模大，面临一定的资金筹措压力。同时，2020年燃化能源业务受疫情和全球原油价格走低影响，收入和利润水平均有所下降。

环境综合治理及相关板块以污水处理和流域治理、固废处理和土壤修复以及高品质油品及天然气终端等燃化能源业务为主。其中，公司污水处理和城市综合治理业务重点在污水处理和流域治理方面提供规划、研发、设计、投资、建设、运营一体化综合服务。公司承担全省环境综合整治、水系综合治理等重点项目。公司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”）和投资集团。

2020年公司环境综合治理及相关板块实现营业收入143.94亿元，同比增长5.03%，同比变化不大。同期，毛利率为11.40%，同比变化不大。

（1）污水处理和流域治理

环保集团是污水处理业务的主要运营主体，跟踪期内，公司污水处理及流域治理业务模式无明显变化。

截至2021年3月底，环保集团已签约162个污水处理项目，其中已有103座单体污水处理厂投入运营，省内101座，省外2座，日处理规模约350万吨。截至2021年3月底，公司签约污水处理规模约530万吨/日，其中PPP综合项目签约污水处理规模约80万吨/日。

表 4 近年来环保集团污水处理经营情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
总污水处理规模 ² (万吨/日)	471	503	528.71	530.21
设计污水处理能力 (含试运营在建项目、万吨/日)	262.99	277.03	341.17	348.32
实际污水处理能力 (万吨/日)	213.15	259.45	282.74	318.90
污水处理量 (亿吨/年)	7.78	9.47	10.32	11.64
平均处理价 (元/吨)	1.04	0.93	1.10	1.13

资料来源：公司提供

2020年，环保集团实现营业收入15.39亿元，同比下降24.30%，主要系环保集团勘察设计咨询板块当期划出所致；同期，环保集团综合毛利率为39.90%，同比增长7.48个百分点，主要系环

保集团2019年包含了4家设计院，设计院毛利较低，2020年设计院所划转到环保总院，环保集团毛利率上升。

表 5 近年来环保集团污水处理经营情况 (单位：亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年		2021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	17.44	26.26	18.58	26.12	14.07	34.85	4.84	36.14
①建设安装	3.84	4.43	3.47	7.8	2.29	4.22	0.23	-8.59
②设计监理	5.48	23.72	6.32	25.18	--	--	--	--
③污水厂经营收费	8.12	38.30	8.79	33.99	11.78	40.82	4.61	38.36
其他	1.15	66.96	1.75	99.27	1.32	93.89	0.60	100.00
合计	18.59	28.78	20.33	32.42	15.39	39.90	5.44	43.19

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司已运营的TOT模式污水处理厂6座，设计处理规模约为27万吨/日，平均实际日处理规模约为26.1万吨；公司已运营

的BOT模式污水处理厂59座，设计规模约为263万吨/日；公司已运营的PPP模式污水处理厂31座，设计规模约为53万吨/日。

表 6 截至 2021 年 3 月底环保集团运营的 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	0.80	2011.06—2036.05
汕尾市西区污水处理厂	5.00	5.00	0.50	0.86	2011.01—2035.12
潮阳区污水处理厂一期	5.00	5.00	0.70	0.85	2009.12—2039.11
澄海区清源水质净化厂一期工程	6.00	5.10	1.64	1.12	2011.04—2036.03
英德市西城污水处理厂一期	3.00	3.00	0.39	0.85	2010.7.1—2035.6.30
韶关第二污水处理厂	6.00	6.00	0.67	0.60	2010.12.1—2025.11.30
合计	27.00	26.10	4.30	--	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司主要在建BOT项目总投资概算101.59亿元，尚需投资23.23亿元；公司主要在建PPP项目总投资概算72.08亿元，尚需投资25.36亿元。在建PPP项目设计污水处理

能力47万吨/日，将于2021年完工后陆续投入运营，但运营后实际收入及回款情况存在不确定性。公司目前在建BOT和PPP项目较多，面临一定的资金筹措压力。

² 总污水处理规模代表公司已运营污水处理厂+在建污水处理厂+拟建污水处理厂+已立项的远期计划扩建污水处理厂的规模

表 7 截至 2021 年 3 月底环保集团在建 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
徐闻县污水处理厂二期工程	2.00	0.49	0.16	1 年	2022.1.1-2036.12.31, 15 年
汕尾市西区污水处理厂提标项目	5.00	0.23	0.01	115 日	至 2035 年
普宁市市区污水处理厂四期工程项目	8.00	2.05	1.98	1 年	30 年 (建设期 1 年, 运营期 29 年)
马鞍山郑蒲港新区第二污水处理厂	6.00	0.74	0.43	9 个月	30 年 (不包括一期建设期)
湛江市中心城区水系综合治理项目	4.00	19.68	10.22	1 年	厂区: 30 年 (建设期 1 年, 运营期 29 年); 河涌整治: 21 年 (建设期 1 年, 运维期 20 年)
练江潮阳段	20.80	60.75	50.91	1 年	30 年 (建设期 1 年, 运营期 29 年)
练江潮南段	3.50	12.15	10.21	1 年	30 年 (建设期 1 年, 运营期 29 年)
练江潮阳印染园段	7.50	5.50	4.44	1 年	30 年 (建设期 1 年, 运营期 29 年)
合计	56.80	101.59	78.36	--	--

资料来源: 公司提供

表 8 截至 2021 年 3 月底环保集团在建 PPP 污水处理项目情况 (单位: 万吨/日、亿元、%、年)

项目名称	签订日期	是否并表	设计规模	总投资额	公司资本投入比例	已投资额	建设周期	特许经营期限 (含建设期)	预计进入运营时间
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	2017.5.24	是	3.47 万吨/日、133.08km	3.24	30	2.16	1	30	2021 年
丰顺县全县域环境综合治理与修复 PPP 项目	2017.5	是	3.583 万吨/日、586.7km	9.27	30	5.22	2	27	2021 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	2017.6.7	是	8.626 万吨/日、258.04km	6.56	30	6.10	2	17	2022 年
兴宁市环境综合治理与修复项目	2017.10.11	是	6.852 万吨/日、781.1km	16.94	30	7.93	1.5	26.5	2021 年
电白区生活污水处理设施整区捆绑 PPP 项目	2017.2	是	10.838 万吨/日、120.02km	10.6	30	9.06	1	30	2021 年
高州市水质净化设施 PPP 项目	2018.7.5	是	6.506 万吨/日、459.58km	9.01	30	5.38	2	30	2021 年
云城区 PPP 模式整区推进镇村污水处理设施建设项目	2018.7.3	是	1.638 万吨/日、612.951Km	5.7	30	3.07	1	30	2021 年
佛冈县生活污水处理设施整区推进 PPP 项目	2018.6.27	是	2.76 万吨/日、36.31km	6.6	30	4.84	2	30	2021 年
新丰县村镇生活污水和垃圾处理工程 PPP 项目“A 包”	2017.6	是	2.925 万吨/日、266.614km	4.16	30	2.96	2	30	从 20 年起部分运营, 仍有在建部分
合计	--	--	--	72.08	--	46.72	--	--	--

资料来源: 公司提供

(2) 燃化能源

投资集团是固废处理以及高品质油品及天然气终端等燃化能源业务的主要运营主体。油品及天然气终端等燃化能源业务主要由投资集团本部、广东广业石油天然气有限公司（以下简称“广业油气公司”）和深圳南海石油联合服务物资有限公司（以下简称“南海石油”）经营，该业务主要以成品油、天然气和化工产品贸易为主。

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。截至 2020 年底，油气公司拥有油库 1 座，总储量为 8 万立方米，拥有自主运营的加油站 11 座，2019 年及 2020 年，加油站分别实现销售量 7081.31 万升和 8162 万升，实现收入 4.23 亿元和 4.08 亿元。

表 9 近年来投资集团燃化能源经营情况表（单位：万吨、亿元、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	22.68	12.30	1.46	18.20	9.80	0.92	24.39	10.41	0.02	2.55	1.21	4.55
民用汽油	83.67	53.22	1.70	82.07	46.75	0.71	67.02	31.23	0.47	8.59	4.82	5.15
合计	106.35	65.52	1.65	100.27	56.55	0.74	91.41	41.64	0.36	11.14	6.03	5.03

资料来源：公司提供

表 10 近年来南海石油燃化能源经营情况表（单位：万吨、亿元、%）

产品	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	2.345	2.096	2.636	2.385	1.400	3.88	1.046	0.46	-1.01	0.385	0.021	9.94
民用汽油	2.974	1.818	0.471	7.079	4.070	0.205	5.324	2.323	0.28	0.241	0.112	0.286
轻质循环油和液化天然气等	0.300	0.126	0.204	4.822	2.109	0.154	89.09	27.501	0.208	26.64	9.61	0.188
合计	106.35	65.52	1.65	100.27	56.55	0.74	91.41	41.64	0.36	11.14	6.03	5.03

2020 年，受疫情和全球原油价格走低影响，投资集团燃化能源业务实现收入 41.64 亿元，同比下降 26.37%；毛利率为 0.36%，同比下降 0.38 个百分点。2020 年，南海石油燃化能源业务收入同比大幅增加，主要系轻质循环油等贸易增加所致。2021 年以来，随着疫情逐步控制，原油产品价格明显上升，受此影响，投资集团燃化能源产品 2021 年一季度毛利率同比上升 4.67 个百分点。燃化能源业务主要以油品贸易为主，毛利率低，对公司整体利润贡献有限。

3. 装备制造

跟踪期内，该板块收入受汽车销售业务划出影响，收入水平有所下降。爆破工程及民爆业务为该板块收入和利润主要来源，收入和利润水平较上年同比略有增长。

装备制造板块专注于装备制造、爆破工程及民爆器材生产等业务。该板块运营主体主要

为广东省广业装备制造集团有限公司（以下简称“装备制造集团”）和宏大爆破。

(1) 爆破工程及民爆

爆破工程及民爆器材生产主要由宏大爆破负责运营。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，矿山工程服务是宏大爆破业务收入主要来源。

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 26.6 万吨（含现场混装 14.4 万吨）炸药年许可产能、4800 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”和商务部核发的境外工程承包经营权。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。

2020年，公司爆破工程及民爆业务实现收入为63.95亿元，同比增长8.35%；同期，毛利率为21.54%，同比增长1.05个百分点。

表 11 近年来公司爆破工程及民爆经营情况表（单位：亿元、%）

产品	2018年		2019年		2020年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
露天矿山开采	22.52	16.84	30.92	17.06	36.26	16.07
地下矿山开采	9.10	15.33	12.02	11.96	8.88	19.90
民爆器材	11.32	34.30	11.83	35.31	12.98	34.29
防务装备	1.69	25.44	2.98	29.25	5.13	27.57
其他	1.17	28.20	1.28	13.94	0.7	15.94
合计	45.79	21.47	59.02	20.49	63.95	21.54

资料来源：公司提供

（2） 装备制造

装备制造业务主要由装备制造集团负责运营。装备制造集团成立于2000年9月，主要从事真空电工专用装备、锂电池的研发制造及销售、贸易及代理业务等。截至2020年底，装备制造集团合并资产总额24.60亿元，所有者权益6.73亿元（含少数股东权益2.30亿元）；2020年，装备制造集团实现营业收入13.20亿元，同比下降59.32%，主要系汽车销售业务划出影响所致。

真空电工专用装备和锂电池的研发制造及销售业务主要由中山凯旋真空科技股份有限公司（以下简称“中山凯旋”）和广东风华新能源股份有限公司（以下简称“风华新能源”）分别负责。中山凯旋成立于1992年5月，专注于电工真空成套装备领域，2020年营业收入为2.06亿元，净利润0.11亿元。中山凯旋已拥有丰富的真空成套装备开发经验、完善的制造装配实力和健全的生产质量管理体系以及安全生产标准化体系。中山凯旋制造的各种真空成套装备已经列装：SIEMENS、ABB、AREVA、GE、ALSTOM、TOSHIBA、PANASONIC、BOMBARDIER（庞巴迪）、NISSIN（日新电机）、Nidec（日本电产）等世界五百强企业，及国内各大知名企业（国家电网、南方电网、特变电工等）。

风华新能源是一家以生产、销售、研制开发新型锂离子电池材料和锂离子电芯及相关电子

产品的高新技术企业，是国内最早能自行研制、生产高性能正、负极材料和锂电池的锂离子电池厂家之一。公司主营产品高端手机锂离子电池芯，供应给中兴、华为、康佳、国虹、步步高、金立等国内知名品牌手机厂，成为国内品牌手机优质锂离子电池供应商。2020年，风华新能源营业收入7.34亿元，净利润0.31亿元。

4. 化工产品生产及相关

跟踪期内，受疫情影响，公司化工产品和矿石产品收入略有下降。整体看，该板块收入和利润变化不大。

化工产品生产及相关板块主要从事特种食品配料制造、硫铁矿开采与硫酸制造、糖浆纸业务以及磷化工等精细化工产品制造业务。主要运营主体为广西粤桂广业控股股份有限公司（以下简称“粤桂股份”）和广东广业清怡食品科技有限公司（以下简称“广业清怡”）。

（1） 硫铁矿资源开发利用

硫铁矿资源开发利用主要由粤桂股份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”）负责运营。云硫矿业拥有硫铁矿一座，云硫矿区探明硫铁矿储量为2.08亿吨，居世界前列，平均品位为31.04%，是生产硫酸的优质化工原料。云硫矿业拥有国内硫铁矿富矿资源的85%，设计年产原矿300万吨，是国内最大的大型露天硫铁矿。

目前云硫矿业主要产品产能为硫精矿140

万吨、硫酸 52 万吨、普钙 20 万吨、铁矿粉 24 万吨。“云硫”牌商标为广东省十佳自主创新品牌、广东省著名商标，硫铁矿、硫酸、普钙产品为广东省名牌产品。

表 12 2020 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	10407.36	17.48	硫精矿
2	瓮福(集团)有限责任公司	3168.88	5.32	-3MM 矿
3	湖南博鑫东石矿业有限公司	2884.41	4.84	铁矿粉
4	云浮市创东化工有限公司	2853.92	4.79	硫精矿
5	贵州胜威福全化工有限公司	2796.22	4.70	硫精矿
合计	--	22110.79	37.13	--

资料来源: 公司提供

表 13 近年来公司硫铁矿经营情况表(单位: 万吨、亿元)

产品	2018 年		2019 年		2020 年	
	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
矿石产品	128.26	5.00	112.82	3.99	106.90	3.34
其中: 硫精矿	103.93	4.42	85.97	3.33	85.03	2.81
化工产品	83.04	2.85	63.43	2.11	64.35	2.08
其中: 硫酸	45.14	1.3	32.11	0.67	32.72	0.44
其他	--	0.39	--	0.57	--	0.53
合计	211.3	8.24	176.25	6.67	171.25	5.95

资料来源: 公司提供

(2) 糖、纸浆及特种食品配料制造

公司糖、纸浆等业务主要由粤桂股份负责运营。2020年, 粤桂股份根据市场行情变化情况调整了产品品种结构, 减少浆板业务量, 增加了文化用纸业务比重。粤桂股份糖业务主要以食糖贸易业务为主, 2020年实现贸易糖收入19.70亿元, 占粤桂股份当期营业收入63.45%。粤桂股份贸易糖业务收入占比高, 但毛利率低, 对公司整体利润水平影响有限。

公司特种食品配料制造业务主要由广业清怡负责运营, 2020年广业清怡收入7.27亿元。广业清怡下属公司广东省食品工业研究所有限公司(以下简称“食品所”)主要业务分为三大模块: 食品配料研发及生产, 包括三氯蔗糖、TBHQ、燕麦葡聚糖、L-薄荷醇、抗性糊精及磷脂酰丝氨酸等; 食品与农产品检测以及产品研发业务。食品所是中国第一家成功研制和规模化生产三氯蔗糖的企业, 专注于食品添加剂研发生产以及食品、农产品的检测、咨询培训业务, 经过多年

研发形成了三大产品板块涵盖6种食品添加剂、7大检测服务的主营业务体系。

5. 经营效率

公司经营效率指标较上年变化不大。

2020年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为7.33次、9.03次和0.45次, 较上年的7.48次、8.49次和0.59次变化不大。

6. 在建项目

公司近年重点在建项目多, 投资规模大, 存在一定资金筹措压力, 考虑到政府对重点项目资金支持, 资金压力或有所减轻。

公司目前重点开拓投资项目16项, 重点工程建设项目3大项, 重点资本运作项目8项。其中, 公司重点投资项目主要集中于环保项目中, 包括练江流域治理项目、21个新一轮PPP项目等。练江流域项目总投资113.27亿元, 目前该项目基

本工作已经完成，正在收尾阶段。2018—2020年，政府对练江项目资金支持分别为32亿元、12.57亿元和6.7亿元。另外，公司下属子公司广东省广业环境建设集团有限公司于2020年7月份以62.48亿元中标广东省珠海珠江口外伶仃东海域使用权和海砂采矿权项目，该项目导致公司2020年负债增加较多。海砂项目海砂开采时间年限为两年，从办理采矿许可证起算，即2020年10月25日至2022年10月24日。海砂项目投资预算金额78.48亿元，截至2021年3月底已完成投资额65.48亿元，该项目预计2021年全年实现收入46亿元，利润总额0.8亿元。

7. 未来发展

公司对主营业务制定了较为明确的规划，为公司可持续发展奠定了基础。

公司将集中资源发展环境治理、装备制造和绿色化工三大主业，和主业不相关的业务将逐渐退出。公司未来发展目标将协同省、市环保资源带动社会资本发展环保产业；明确环境治理主业，进一步完善环境板块布局，统筹水资源综合治理、固废危废处置及资源再生利用、环保装备制造、土壤污染治理与修复、大气治理与低碳、安全、高效利用等“全生态”治理，更好承担全省生态文明建设任务。

2021年，公司经营目标力争实现营业收入300亿元，利润总额13.4亿元，净利润10.3亿元，归母净利润5.3亿元，资产总额760亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，致同会计师事务所(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结论。公司2021年一季度财务数据未经审计。公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制。

合并范围方面，2020年公司合并范围内包括284家子公司，较上年度增加24家，减少15家。2021年1—3月，公司合并范围较上年度增加2家，

减少7家，截至2021年3月底，公司纳入合并范围的子公司共计279家。

截至2020年底，公司合并资产总额668.96亿元，所有者权益233.40亿元（含少数股东权益72.71亿元）；2020年，公司实现营业收入260.43亿元，利润总额13.63亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额683.02亿元，所有者权益226.79亿元（含少数股东权益72.41亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入64.54亿元，利润总额1.77亿元。

2. 资产质量

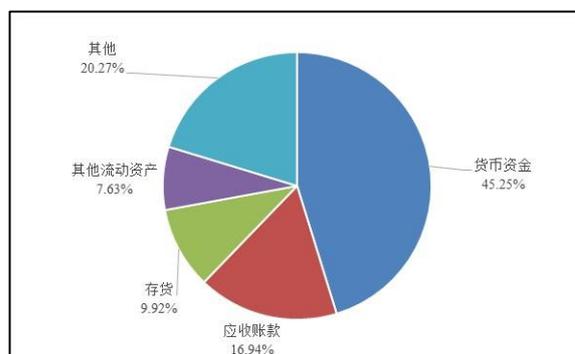
截至2020年底，受无形资产和在建工程增加影响，公司资产规模增长较快，资产构成以非流动资产为主。固定资产成新率一般。

截至2020年底，公司合并资产总额668.96亿元，较上年底增长35.04%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占30.24%，非流动资产占69.76%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产202.29亿元，较上年底增长27.54%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占45.25%）、应收账款（占16.94%）、其他应收款（合计）（占5.27%）、存货（占9.92%）、其他流动资产（占7.63%）构成。

图9 截至2020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

截至2020年底，公司货币资金91.54亿元，较上年底增长39.48%，主要系宏大爆破2020年定向增发和新增借款所致。货币资金中有3.90亿

元受限资金，受限比例为4.26%，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金。

截至2020年底，公司应收账款账面价值为34.28亿元，较上年底变化不大；应收账款账龄以一年以内的为主，累计计提坏账7.89亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为7.35亿元，占比为17.42%，集中度一般。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）10.66亿元，较上年底下降3.15%，较上年底变化不大。

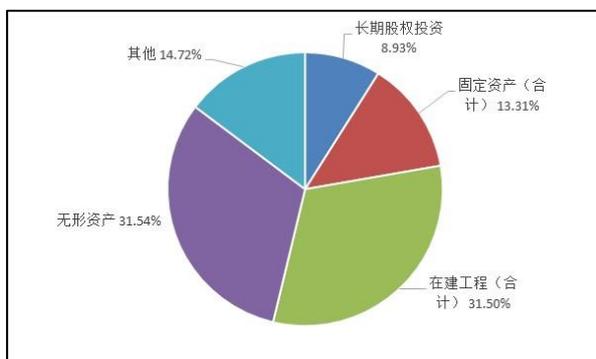
截至2020年底，公司存货20.06亿元，较上年底下降32.15%，主要系宏大爆破根据新准则，将存货重分类到合同资产科目所致。存货主要由库存商品（产成品）和自制半成品及在产品构成，累计计提跌价准备0.50亿元，计提比例为2.43%。

截至2020年底，公司其他流动资产15.42亿元，较上年底增长57.23%，主要系待抵扣进项税增加所致。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产466.67亿元，较上年底增长38.57%，主要系在建工程和无形资产增长所致，公司非流动资产主要由长期股权投资（占8.93%）、固定资产（合计）（占13.31%）、在建工程（合计）（占31.50%）和无形资产（占31.54%）构成。

图10 截至2020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2020年底，公司长期股权投资41.68亿元，较上年底增长16.58%，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

收益增加所致。

截至2020年底，公司固定资产（合计）62.12亿元，较上年底增长12.62%，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和机器设备构成，累计计提折旧45.32亿元；固定资产成新率57.97%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程（合计）146.99亿元，较上年底增长24.97%，主要系公司正在实施的普宁市环保基础设施建设工程项目、潮安环境治理PPP项目、湛江市中心城区水系综合治理（2019—2020年第一阶段）工程、兴宁市环境综合治理与修复等项目投入增加所致。

截至2020年底，公司无形资产147.19亿元，较上年底增长127.46%，主要系污水项目、垃圾焚烧项目特许经营权和海沙项目两权证（海砂采矿权证和海域使用权证）增加所致。公司无形资产主要由土地使用权、水厂特许经营权和采矿权构成，累计摊销25.79亿元。

截至2020年底，公司受限资产合计63.05亿元，占净资产的27.01%，受限比例一般。其中无形资产受限比例占比较大，占总受限资产的78.68%，主要用于借款抵押和质押。

截至2021年3月底，公司合并资产总额683.02亿元，较上年底增长2.10%，较上年底变化不大。其中，流动资产占32.06%，非流动资产占67.94%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受资本公积和少数股东权益增加影响，公司所有者权益有所增长。

截至2020年底，公司所有者权益233.40亿元，较上年底增长14.74%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.85%，少数股东权益占比为31.15%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占6.62%、44.50%、-0.17%和15.37%。所有者权益结构稳定

性较好。

截至2021年3月底，公司所有者权益226.79亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为68.07%，少数股东权益占比为31.93%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占6.82%、44.57%、-0.10%和14.25%。

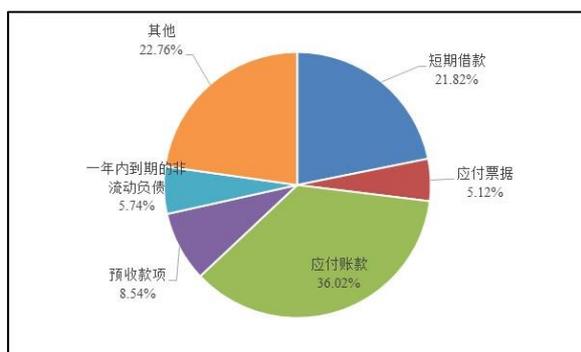
(2) 负债

公司近两年项目投资规模增加导致公司融资规模相应增加。跟踪期内，公司有息负债规模大幅增长，长短期债务结构变化较大，主要以长期债务为主，债务指标均有增长。

截至2020年底，公司负债总额435.56亿元，较上年底增长49.18%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占46.08%，非流动负债占53.92%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债200.71亿元，较上年底增长24.14%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款（合计）增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占21.82%）、应付票据（占5.12%）、应付账款（占36.02%）、预收款项（占8.54%）、其他应付款（合计）（占14.32%）和一年内到期的非流动负债（占5.74%）构成。

图11 截至2020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2020年底，公司短期借款43.80亿元，较上年底增长5.47%，较上年底变化不大。

截至2020年底，公司应付票据10.27亿元，较上年底基本持平。

截至2020年底，公司应付账款72.30亿元，

较上年底增长30.98%，主要系环保集团应付工程款增加所致；应付账款账龄以1年以内（含1年）为主。

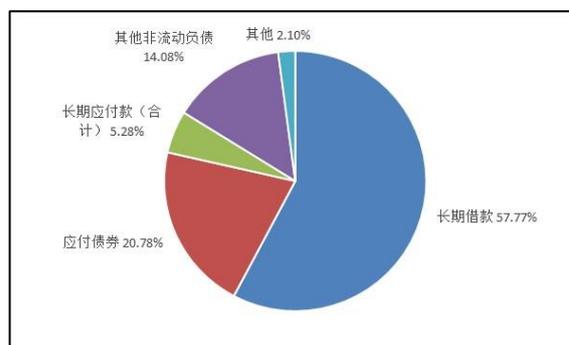
截至2020年底，公司预收款项17.14亿元，较上年底增长142.38%，主要系环保建设集团海沙项目预收货款增加所致。

截至2020年底，公司其他应付款（合计）28.75亿元，较上年底增长69.62%，主要系往来款和押金及保证金增加所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债11.52亿元，较上年底增长25.85%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至2020年底，公司非流动负债234.86亿元，较上年底增长80.24%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占57.77%）、应付债券（占20.78%）、长期应付款（合计）（占5.28%）和其他非流动负债（占14.08%）构成。

图12 截至2020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2020年底，公司长期借款135.66亿元，较上年底增长196.74%，主要系海沙项目、宏大爆破并购项目、环保集团练江项目和湛江水系项目等增加借款所致。

截至2020年底，公司应付债券48.80亿元，较上年底增长39.62%，主要系公司发行“20广业绿色债01”和优先股所致。

截至2020年底，公司长期应付款（合计）12.41亿元，较上年底增长3.75%，变化不大。

截至2020年底，公司其他非流动负债33.06亿元，较上年底下降1.14%，较上年底变化不大。公司其他非流动负债主要为之前中保投基金外

部融入的30亿元。

截至2021年3月底，公司负债总额456.22亿元，较上年底增长4.74%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占43.87%，非流动负债占56.13%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司全部债务292.84亿元，较上年底增长50.48%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占26.65%，长期债务占73.35%，以长期债务为主。其中，短期债务78.05亿元，较上年底下降13.97%；长期债务214.79亿元，较上年底增长106.77%，主要系海沙项目、宏大爆破并购项目、环保集团练江项目、新一轮项目和湛江水系项目等增加长期借款所致。从债务指标来看，截至2020年底，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65.11%、55.65%和47.92%，较上年底分别提高6.17个百分点、提高6.75个百分点和提高14.12个百分点。

截至2021年3月底，公司全部债务320.17亿元，较上年底增长9.33%。债务结构方面，短期债务占27.97%，长期债务占72.03%，以长期债务为主。其中，短期债务89.54亿元，较上年底增长14.71%；长期债务230.63亿元，较上年底增长7.38%。从债务指标来看，截至2021年3月底，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66.80%、58.54%和50.42%，较上年底分别提高1.69个百分点、提高2.89个百分点和提高2.50个百分点。

表 14 截至 2021 年 6 月 5 日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 粤环保 SCP005	2022-01-07	5.5
21 粤广业 SCP004	2021-12-14	4.5
21 粤广业 SCP003	2021-10-31	5.0
21 粤广业 SCP002	2021-10-19	8.0
21 粤广业 SCP001	2021-07-07	5.0
20 广业绿色债 01	2027-08-19	18.0
18 广业绿色债 02	2025-08-15	10.0
18 广业绿色债 01	2025-04-28	9.0
17 广业 01	2024-08-09	5.0
16 广业 01	2023-03-25	0.2217
合计	--	70.2217

注：所列债券为人民币存续债券
资料来源：Wind

图 13 公司债务指标情况 (单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

2020年，公司收入和利润水平同比变化不大。投资收益和其他收益占公司营业利润比例较高，对公司利润水平产生一定影响。

2020年，公司实现营业收入260.43亿元，同比下降2.66%，同比变化不大；

从期间费用看，2020年，公司期间费用总额为26.85亿元，同比增长3.66%，同比变化不大。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14.19%、46.48%、17.03%和22.30%，以管理费用为主。其中，销售费用为3.81亿元，同比下降12.35%，主要系宏大爆破执行新准则，炸药运输费从销售费用调整到主营业务成本中核算，以及2020年丰田、大威退出合并范围，销售费用有所下降所致；管理费用为12.48亿元，同比变化不大；研发费用为4.57亿元，同比增长18.98%，主要系宏大爆破研发项目增加，加大了研发投入所致；财务费用为5.99亿元，同比增长10.86%，主要系有息负债规模同比大幅增加，财务费用同步增长所致。2020年，公司期间费用率为10.31%，同比提高0.63个百分点，公司期间费用规模一般，对整体利润侵蚀不大。

2020年，公司实现投资收益5.02亿元，同比增长53.62%，主要系联营企业中国南山开发(集团)股份有限公司效益较好所致，投资收益占营业利润比重为35.51%，对营业利润产生较大影响；其他收益4.09亿元，同比增长13.14%，主要系广业清怡、检测集团、粤桂股份等收到的政府补助等增加所致，其他收益占营业利润比重为28.94%，对营业利润产生较大影响。

2020年，公司实现利润总额13.63亿元，同比增长3.25%，同比变化不大。营业利润率为13.35%，同比小幅提高0.57个百分点。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.26%、4.81%，同比分别下降0.44个百分点、下降0.64个百分点。公司各盈利指标同比较为稳定。

2021年1—3月，公司实现营业收入64.54亿元，同比增长22.02%，主要系海砂项目海砂销售、南油集团能源贸易业务和人力资源业务同比增长所致；公司实现利润总额1.77亿元，同比增长238.80%，主要系投资集团确认了协议转让水电、风电等公司股权所致。

图 14 公司盈利指标情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流分析

2020年，受海砂项目投资和投入运营影响，公司投资活动现金流净额和经营活动现金净额大幅增长。同时，公司海砂和污水处理等项目投资较多，以致筹资活动现金净流入相应增加。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入306.36亿元，同比增长1.20%，同比变化不大；经营活动现金流出270.27亿元，同比下降5.44%，同比变化不大。2020年，公司经营活动现金净流入36.09亿元，同比增长113.44%，主要系海砂项目投入运营，经营活动现金流入大幅增加所致。2020年，公司现金收入比为104.16%，同比提高0.45个百分点，收入实现质量高。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入68.62亿元，同比下降15.10%，主要系本年财政资金收入同比减少所致；投资活动现金流出174.76亿元，同比增长35.93%，主要系2020年投资海砂项目，投资支付的现金大幅增加所致。2020年，公司投资活动现金净流出106.13亿元，同比增长122.35%。

从筹资活动前现金流量净额来看，2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-70.04亿元，公司经营活动现金流不能满足公司投资活动支出需要。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入265.33亿元，同比增长66.67%，主要系海砂项目借款增加，借款取得的现金流入大幅增加所致；筹资活动现金流出170.54亿元，同比增长25.53%，主要系环保集团2020年偿还到期借

款所致。2020年，公司筹资活动现金净流入94.79亿元，同比增长306.15%。

2021年1—3月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-9.52亿元、-15.37亿元和30.25亿元。

图 15 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标强，长期偿债能力指标一般。考虑到公司作为广东省环保领域重点企业，政府重视程度高，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的98.11%和79.82%分别提高至100.79%和提高至90.79%，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.73倍提高至1.23倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为109.41%和96.75%，较上年底分别提高8.62个百分点和提高5.96个百分点。公司现金短期债务比为1.12倍，较上年底下降0.11倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为34.35亿元，同比增长11.06%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占11.94%）、摊销（占21.15%）、计入财务费用的利息支出（占27.24%）、利润总额（占39.67%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的3.64倍下降至3.24倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的6.29倍提高

至8.53倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2021年3月底，公司对外担保余额合计0.11亿元，担保金额小。

截至2021年3月底，公司共获得银行授信1047.78亿元，其中，尚未使用额度806.04亿元。公司间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

母公司收入规模小，债务负担一般，利润来源主要为投资收益。

截至2020年底，母公司资产总额232.10亿元，较上年底增长26.31%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产117.80亿元（占50.75%），非流动资产114.30亿元（占49.25%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占26.33%）、其他应收款（占65.11%）和一年内到期的非流动资产（占6.26%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占7.34%）和长期股权投资（占88.02%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为31.01亿元。

截至2020年底，母公司负债总额154.21亿元，较上年底增长37.55%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债78.45亿元（占50.87%），非流动负债75.76亿元（占49.13%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占15.92%）、其他应付款（合计）（占71.27%）、一年内到期的非流动负债（占6.37%）和其他流动负债（占6.37%）构成，非流动负债主要由长期借款（占35.64%）和应付债券（占63.30%）构成。母公司2020年底资产负债率为66.44%，较2019年底提高5.43个百分点。截至2020年底，母公司全部债务92.45亿元。其中，短期债务占18.92%、长期债务占81.08%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率54.27%，母公司债务负担一般。

截至2020年底，母公司所有者权益为77.90亿元，较上年底增长8.72%。在所有者权益中，实收资本为15.46亿元（占19.85%）、资本公积合计66.74亿元（占85.68%）。

2020年，母公司营业收入为0.21亿元，利润总额为0.87亿元。同期，母公司投资收益为3.43亿元，母公司利润来源主要为投资收益。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流净额为-1.07亿元，投资活动现金流净额-6.31亿元，筹资活动现金流净额9.28亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

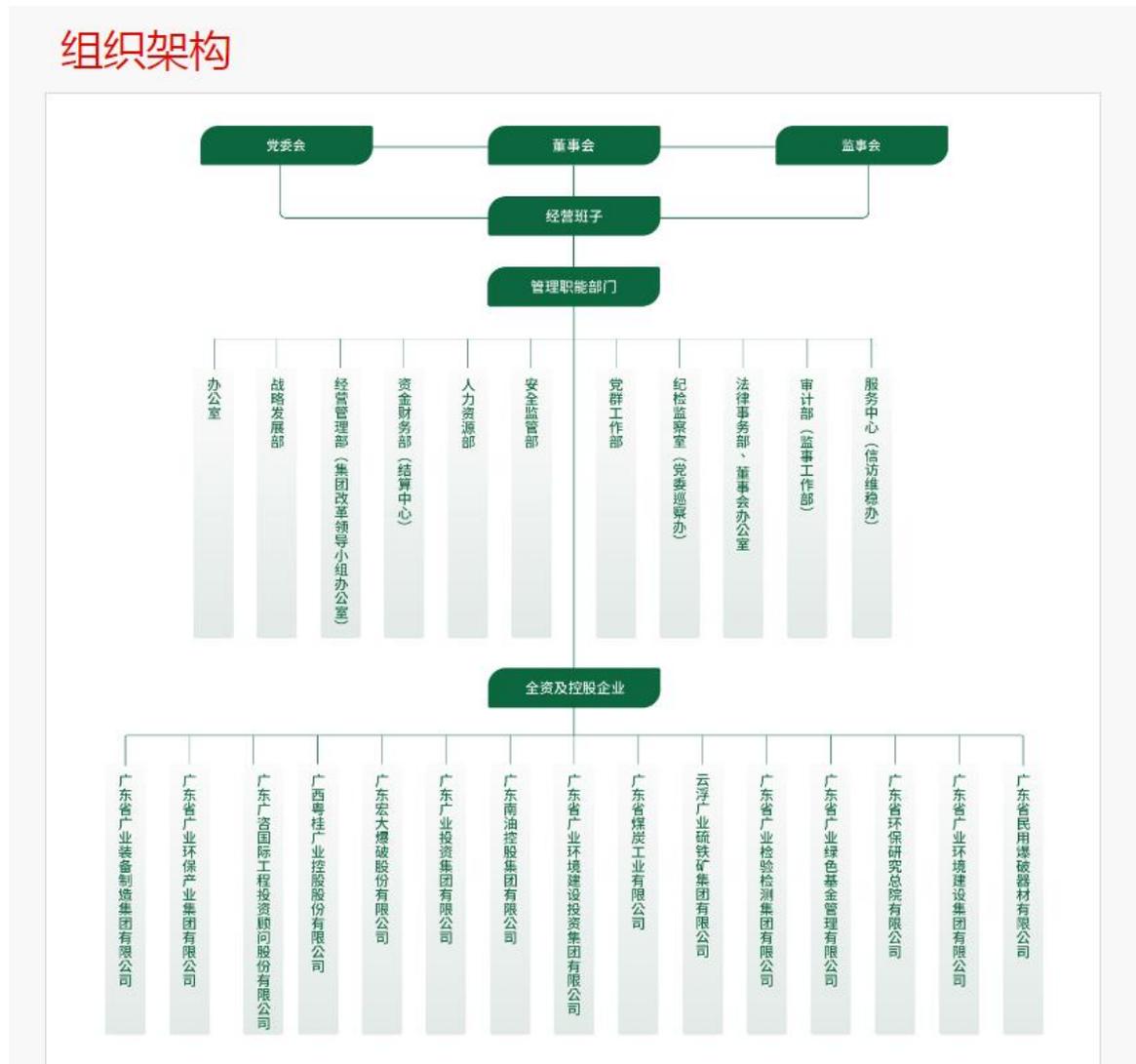
公司EBITDA和经营活动现金流对本次跟踪债券保障能力强。

截至2021年5月底，公司存续债券余额共70.2217亿元。其中，本次跟踪债券余额18亿元，一年内到期债券余额为28亿元。截至2020年底，公司现金类资产95.84亿元，分别为公司本次跟踪债券和一年内到期债券待偿还本金的5.32倍和3.42倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为306.36亿元、36.09亿元、34.35亿元，分别为公司本期跟踪债券待偿还本金的17.02倍、2.00倍和1.91倍。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“20广业绿色债01/G20广业1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底广东省环保集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底广东省环保集团有限公司主要子公司情况

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	100.00	100.00
2	广东省广业装备制造集团有限公司	17894.16	100.00	100.00
3	广东省广业环保产业集团有限公司	19538.63	100.00	100.00
4	广东省伊佩克环保产业有限公司	8056.66	100.00	100.00
5	广东粤能(集团)有限公司	31000.00	100.00	100.00
6	广东广咨国际工程投资顾问股份有限公司	7000.00	35.00	35.00
7	广东广业投资集团有限公司	96237.21	100.00	100.00
8	广东南油控股集团有限公司	12740.79	100.00	100.00
9	广东省广业环境建设集团有限公司	15000.00	100.00	100.00
10	广东省煤炭工业有限公司	2798.86	100.00	100.00
11	广东省广业投资控股有限公司	8005.78	100.00	100.00
12	广东宏大爆破股份有限公司	75009.35	26.636	26.636
13	广西广业粤桂投资集团有限公司	10079.00	100.00	100.00
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	100.00	100.00
16	广东省广业检验检测集团有限公司	24469.08	100.00	100.00
17	广东省广业绿色基金管理有限公司	10000.00	100.00	100.00
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	40.00	100.00
19	广东省粤材非金属矿业有限公司	1120.00	100.00	100.00
20	广东省环保研究总院有限公司	5000.00	100.00	100.00
21	广东省民用爆破器材有限公司	2000.00	100.00	100.00
22	广东广业清怡食品科技股份有限公司	48584.29	82.82	82.82

资料来源: 公司财务报告

附件 2-1 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)	79.50	66.17	95.84	100.35
资产总额 (亿元)	406.76	495.39	668.96	683.02
所有者权益 (亿元)	179.33	203.41	233.40	226.79
短期债务 (亿元)	63.13	90.73	78.05	89.54
长期债务 (亿元)	98.67	103.87	214.79	230.63
全部债务 (亿元)	161.80	194.60	292.84	320.17
营业收入 (亿元)	304.46	267.54	260.43	64.54
利润总额 (亿元)	13.35	13.20	13.63	1.77
EBITDA (亿元)	29.85	30.93	34.35	--
经营性净现金流 (亿元)	16.03	16.91	36.09	-9.52
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	8.24	7.48	7.33	--
存货周转次数 (次)	12.57	8.49	9.03	--
总资产周转次数 (次)	0.80	0.59	0.45	--
现金收入比 (%)	104.70	103.71	104.16	92.62
营业利润率 (%)	10.49	12.77	13.35	7.75
总资本收益率 (%)	5.62	4.70	3.91	--
净资产收益率 (%)	6.13	5.46	4.81	--
长期债务资本化比率 (%)	35.49	33.80	47.92	50.42
全部债务资本化比率 (%)	47.43	48.89	55.65	58.54
资产负债率 (%)	55.91	58.94	65.11	66.80
流动比率 (%)	164.46	98.11	100.79	109.41
速动比率 (%)	141.93	79.82	90.79	96.75
经营现金流动负债比 (%)	14.42	10.46	17.98	--
现金短期债务比 (倍)	1.26	0.73	1.23	1.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.47	3.64	3.24	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.42	6.29	8.53	--

注：公司 2021 年 1-3 月财务报表未经审计；

资料来源：公司年报

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	38.47	29.12	31.51	36.86
资产总额 (亿元)	148.93	183.76	232.10	233.83
所有者权益 (亿元)	57.21	71.65	77.90	75.79
短期债务 (亿元)	8.48	16.33	17.49	11.99
长期债务 (亿元)	29.94	34.95	74.96	75.20
全部债务 (亿元)	38.42	51.28	92.45	87.19
营业收入 (亿元)	0.20	0.20	0.21	0.01
利润总额 (亿元)	0.73	1.04	0.87	-0.26
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.83	-1.01	-1.07	-0.66
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	/
营业利润率 (%)	76.98	82.74	31.71	-169.06
总资本收益率 (%)	0.76	0.84	0.51	--
净资产收益率 (%)	1.27	1.45	1.12	--
长期债务资本化比率 (%)	34.35	32.79	49.04	49.81
全部债务资本化比率 (%)	40.18	41.72	54.27	53.50
资产负债率 (%)	61.59	61.01	66.44	67.59
流动比率 (%)	162.38	108.89	150.17	144.72
速动比率 (%)	162.38	108.89	150.17	144.72
经营现金流动负债比 (%)	-2.99	-1.32	-1.37	--
现金短期债务比 (倍)	76.98	82.74	31.71	-169.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司 2021 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

资料来源：公司年报

附件 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

附件 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 4-2 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 4-3 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

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；并非且不应被视为购买、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。

