

广东南海控股集团有限公司  
及其发行的 17 南海 01 与 20 南海 01  
**跟踪评级报告**



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100482】

**评级对象:** 广东南海控股集团有限公司及其发行的 17 南海 01 与 20 南海 01

	17 南海 01	20 南海 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 22 日
<b>前次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 28 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2017 年 8 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 12 月 4 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	4.65	6.92	6.14	5.70
刚性债务	11.61	17.36	17.36	17.18
所有者权益	49.46	52.60	51.98	51.43
经营性现金净流入量	2.96	-0.88	-0.65	-0.03
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	282.77	330.27	383.29	393.67
总负债	160.36	195.25	225.50	234.76
刚性债务	101.37	128.21	150.72	163.12
所有者权益	122.41	135.01	157.79	158.91
营业收入	82.61	93.49	140.09	31.61
净利润	13.35	14.78	15.26	1.81
经营性现金净流入量	17.12	22.07	8.16	-1.29
EBITDA	28.77	31.85	34.06	—
资产负债率[%]	56.71	59.12	58.83	59.63
权益资本与刚性债务 比率[%]	120.76	105.31	104.70	97.42
流动比率[%]	93.39	86.62	99.28	101.33
现金比率[%]	40.18	36.10	39.34	34.53
利息保障倍数[倍]	5.01	4.50	4.40	—
净资产收益率[%]	11.99	11.48	10.42	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	28.16	26.32	9.13	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-17.42	-13.16	-8.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.41	6.47	6.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.28	0.24	—

注: 根据南海控股经审计的 2019~2021 年及 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

胡颖 huying@shxsj.com  
吴凡 wufan@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广东南海控股集团有限公司(简称南海控股、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 南海 01 与 20 南海 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来南海控股在核心业务区域市场地位、业务规模扩张、现金流及股东支持等方面继续保持优势,同时也反映了公司在固废处理业务经营、投融资、资产受限及对外担保等方面继续面临风险和压力。

#### 主要优势:

- **区域市场地位较高。**南海控股核心业务具有区域垄断优势,燃气供应及水务业务在南海区市场占有率很高,有助于主业开展。
- **业务规模持续扩大。**受益于多地固废项目投资及燃气、水务业务自然增长,南海控股近三年收入规模持续提升,业务规模不断扩大。
- **经营性现金流保持净流入及货币资金较充裕。**南海控股主业资金回笼能力较强,持续的经营性现金净流入,且货币资金存量较充裕,可对即期债务偿付提供保障。
- **股东支持力度较大。**南海控股在南海区国资系统中居重要地位,可在资本金、资产注入等方面获得股东大力支持。

#### 主要风险:

- **固废处理业务经营风险加大。**南海控股部分异地项目(济宁、乌兰察布等)实际经营效益未达预期,2021 年计提无形资产特许经营权减值准备 0.81 亿元。且固废处理业务回款较慢,存在资金占用风险。
- **投融资压力大。**南海控股固废处理业务仍需较大规模的资本性投入,投资环节现金流或将维持净流出,关注投融资压力及项目投资经营效

益情况。

- **资产受限比例较高。**受固废行业特性的影响，南海控股用于抵质押借款的受限资产规模较大，2021 年末受限资产比例为 28.91%。
- **或有损失风险。**南海控股对外担保经营业绩一般，存在一定的或有损失风险。

#### ➤ 未来展望

通过对南海控股及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 广东南海控股集团有限公司

## 及其发行的 17 南海 01 与 20 南海 01

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照广东南海控股集团有限公司（原名“广东南海控股投资有限公司”，2022年5月更为现名）2017年公开发行公司债券(第一期)和2020年公开发行公司债券（第一期）（分别简称“17南海01”及“20南海01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南海控股提供的经审计的2021年财务报表、未经审计的2022年第一季度财务报表及相关经营数据，对南海控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

中国证监会于2017年3月23日以“证监许可[2017]382号”文核准该公司面向合格投资者公开发行总额不超过10亿元的公司债券。2017年9月15日，公司发行“17南海01”，发行金额6亿元，发行期限为5年，债券存续期第3年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；募集资金主要用于归还到期债务、补充流动资金，2020年因投资者行使回售权，公司偿付部分债券，截至2022年5月末该债券待偿本金余额为1.07亿元。

中国证监会于2020年1月20日以“证监许可[2020]167号”文核准该公司公开发行不超过20亿元的公司债券。2020年3月10日，公司发行“20南海01”，发行金额10亿元，发行期限为5年，债券存续期第3年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；募集资金用于补充流动资金。

截至2022年5月末，该公司合并口径存续期内债券待偿本金余额为48.17亿元，其中公司本部待偿还债券本金余额27.07亿元，下属子公司瀚蓝环境股份有限公司（简称“瀚蓝环境”）待偿还债券本金余额21.10亿元。公司2022年内到期的债券为17南海01、22南海控股SCP001、22瀚蓝SCP002和22瀚蓝SCP003，待偿本金共计17.67亿元。公司存续期内债券还本付息情况（若有）均正常。

**图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司合并口径存续期债券概况（单位：亿元、%）**

发行人	债券名称	发行金额	待偿余额	期限	票面利率	起息日	到期日	本息兑付情况
南海控股	17 南海 01	6.00	1.07	3+2 年	5.04/3.40	2017-09-19	2022-09-19	部分回售，付息正常
	20 南海 01	10.00	10.00	3+2 年	3.02	2020-03-12	2025-03-12	付息正常
	22 南海控股 SCP001	6.00	6.00	120 天	2.00	2022-04-19	2022-08-17	未到兑付日
	G22 南控 1	7.00	7.00	3+2 年	3.09	2022-04-11	2027-04-11	未到付息日

发行人	债券名称	发行金额	待偿余额	期限	票面利率	起息日	到期日	本息兑付情况
	22 南控 01	3.00	3.00	3+2 年	3.09	2022-04-26	2027-04-26	未到付息日
	<b>小 计</b>	<b>32.00</b>	<b>27.07</b>	-	-	-	-	-
瀚蓝环境	21 瀚蓝 MTN001(绿色)	3.00	3.00	3 年	3.59	2021-06-30	2024-06-30	未到付息日
	21 瀚蓝 MTN002	2.50	2.50	2 年	3.38	2021-10-18	2023-10-18	未到付息日
	21 瀚蓝 01	5.00	5.00	2 年	3.14	2021-11-23	2023-11-23	未到付息日
	22 瀚蓝 SCP002	5.00	5.00	90 天	2.22	2022-03-18	2022-06-16	未到兑付日
	22 瀚蓝 SCP003	5.60	5.60	90 天	2.04	2022-04-22	2022-07-21	未到兑付日
	<b>小 计</b>	<b>21.10</b>	<b>21.10</b>	-	-	-	-	-
<b>合 计</b>	<b>53.10</b>	<b>48.17</b>	-	-	-	-	-	

资料来源：南海控股

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源

原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## (2) 行业因素

### A. 固废处理行业

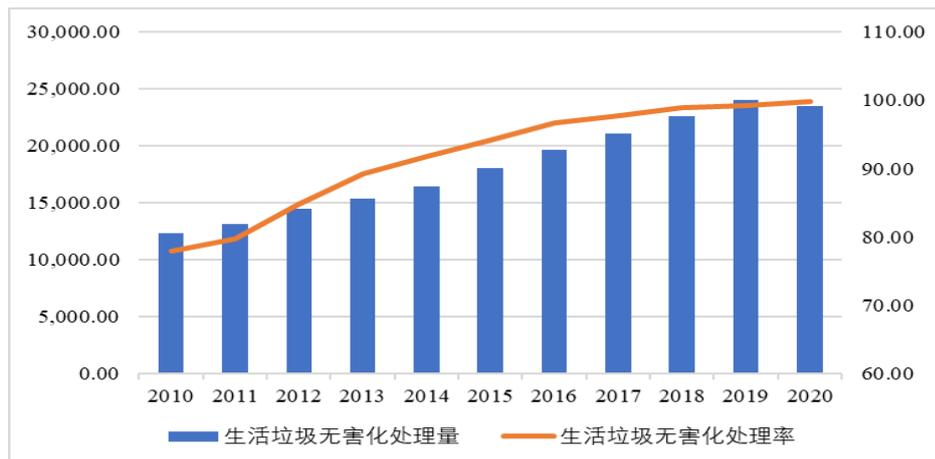
随着我国城镇化水平的提高，城市生活垃圾处理需求不断增加，且受环保需求、政策推动、大城市土地供应不足等因素影响，对垃圾焚烧发电需求日益增加，固废处理行业未来面临良好的发展空间。受益于政策支持和稳定的盈利水平，众多企业加速进军环保行业，行业竞争日趋激烈，但具较强竞争力的企业凭借资本和市场优势脱颖而出，行业集中度不断提升。

### a) 行业概况

该公司固废处理以生活垃圾处理为主，同时聚焦危废医废、土壤修复、市政污泥、固废资源化（餐厨垃圾和建筑垃圾）等新兴业务领域。

生活垃圾处理指城市垃圾中由居民排弃的各种废弃物的处理，包括为了运输、回收利用所进行的加工过程，其发展与城镇化进程密切相关。近年来，随着城镇化水平的不断提高，我国城市生活垃圾处理需求不断增长。2019-2020年我国城市生活垃圾无害化处理量分别为 22,565.36 万吨、24,012.80 万吨和 23,452.33 万吨，无害化处理率分别为 98.96%、99.20%和 99.75%。生活垃圾无害化处理主要包括卫生填埋、焚烧和堆肥等方式，近年来在垃圾产生量快速增长、国家政策及垃圾填埋场占地面积大而大城市土地相对不足等因素影响下，以及“循环经济”理念的日益普及和垃圾处理技术的发展，焚烧等处理方式日益得到重视和推广。作为垃圾填埋的主要替代，垃圾焚烧占比逐年提高。我国垃圾焚烧发电起步较晚，但发展迅速，随着垃圾填埋受到用地的限制，预计未来一段时间内垃圾焚烧占比将持续上升，垃圾焚烧发电行业具有较大的市场发展空间。

图表 2. 我国生活垃圾无害化处理量（单位：万吨，%）



资料来源：国家统计局

垃圾焚烧发电项目收入来源包括垃圾处理补贴、发电收入、供热收入、退税等，其中以垃圾处理补贴收入和发电收入为核心收入来源，垃圾发电厂电费收入占 70-85%左右，垃圾处理补贴收入占 15-30%左右。我国政府将焚烧视为减少水污染和甲烷排放量的一种方式，予以上网电价方面的优惠政策，2012年 3 月，国家发改委下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定，自 4 月 1 日起，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一的垃圾发电标杆电价，即每千瓦时 0.65 元，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。

### b) 政策环境

政策方面，2019 年 6 月 5 日，国务院常务会议通过《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）》。草案强化工业固体废物产生者的责任，完

善排污许可制度，要求加快建立生活垃圾分类排放、收集、运输、处理系统。2020年4月29日，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的《固体废物污染环境防治法》，自2020年9月1日起施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则；从国家层面推行生活垃圾分类制度；明确了各级人民政府监督管理职责。

2021年5月6日，国家发展改革委、住房城乡建设部发布《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》，提出到2025年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到60%左右；到2025年底，全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求，鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设；到2025年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右等具体目标。

### c) 竞争格局/态势

从市场竞争形势来看，因我国的固废处理行业尚处于初期阶段，产业化程度和市场化程度还很低，加之技术工艺复杂等因素，使得行业内企业的规模和实力普遍较小，但由于行业市场空间巨大且高成长特性，市场参与者正逐渐增多，市场竞争或将加剧。从行业集中度来看，前十大企业市场占有率超过80%，其中中国光大国际有限公司、杭州锦江集团有限公司、中国环境保护集团有限公司、北京控股有限公司的市场占有率均超过10%，瀚蓝环境市场占有率亦排名在前十行列，行业集中度不断提高，具竞争实力的企业不断抢占市场，并通过并购重组、资产收购等方式扩大业务规模。

### d) 风险关注

**大量企业携资本进入，行业竞争加剧。**近年来我国固废行业政策推动力度大，凭借相对稳定的投资回报率，大量企业携资本进入，行业竞争加剧，使得部分企业在项目拓展时面临风控标准上升和盈利空间下降的风险。

**项目回报周期长，前期资本补充压力较大。**我国垃圾焚烧发电项目通常采用特许经营模式，特许经营期限一般为20至30年，前期需企业投入较大资本，当前垃圾处理需求较大，行业内新签/在建项目量保持较快增长，对行业内企业提出更高资本要求。

## B. 燃气供应行业

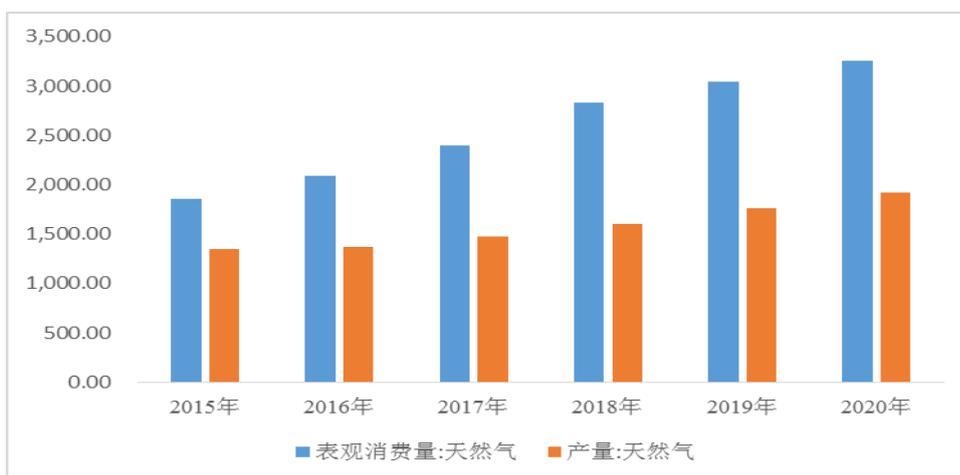
随着我国经济的持续发展及城市化水平的逐步提高，我国燃气需求不断增长，行业发展空间较大。目前，我国天然气生产由少数大型天然气勘探企业垄断，城市燃气公司运营商的议价能力相对较弱，燃气销售价格也受政府管制程度较大，城市燃气运营商利润空间有限。2020年新冠疫情爆发，短期内对非居民天然气消费造成一定冲击，全年天然气消费增速有所回落。

### a) 行业概况

近年来，我国经济持续增长，城市化水平逐步提高，持续增长的工业规模和庞大的城镇人口规模为燃气生产和供应行业提供了良好的市场基础，我国燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。同时，随着国民环保意识的增强、国家环保标准的提高以及新能源的开发，我国用气类型和供气结构也正逐步进行调整，天然气逐步取代液化石油气成为我国城市用气和供气的主要产品。但我国天然气占一次能源消费比重仍较低，2019 年我国能源消费结构中天然气的占比为 7.80%。

2018-2020 年我国天然气表观消费量分别为 2,803 亿立方米、3,067 亿立方米和 3,250 亿立方米，同比分别增长 18.1%、9.4% 和 5.97%。2020 年受疫情影响，一季度工商业和汽车行业用气量降幅明显，二季度以来随着经济的复苏，复工复产带动工业、发电等用气稳中有升，但全年天然气消费增速仍较上年有所回落。

**图表 3. 近年我国天然气产销量（单位：亿立方米）**



资料来源：Wind 资讯

价格方面，我国管道天然气终端销售价格由天然气出厂价格、长输管道管输价格以及城市输配价格构成。其中，天然气出厂价格和跨省的长输管道的管输价格由国家发改委制定，终端销售价格由各省发改委和物价部门制定。2013 年 7 月以前，国家发改委分别制定天然气出厂基准价格及跨省长输管道的管输价格；2013 年 7 月《关于调整天然气价格的通知》实施后，改为对门站价格（包括出厂价和管道运输价）执行政府指导价。近年来天然气市场化改革持续推进，逐步向“放开两头，管住中间”的模式发展。具体价格调整文件详见下表所示。2019 年以来，我国继续推进天然气市场化改革。上游环节放宽市场准入，全面推进矿业权竞争性出让；中游环节实施运销分离，组建国家油气管网公司，进一步推进基础设施向第三方公平开放；下游环节深化天然气价格改革，实施减税降费，扩大天然气利用。

## b) 政策环境

政策方面，我国天然气消费在一次能源消费中的占比仍旧较低，与较发达国家的消费水平仍存在较大差距；且天然气作为一种优质、高效、清洁的低碳能源，提高天然气在一次能源消费中的比重对我国调整能源结构、促进节能减排等方面具有重要的战略意义。2017年7月，国家发布了《加快推进天然气利用的意见》，提出逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一，到2030年力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到15%左右。《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》提出，加快天然气开发利用，促进协调稳定发展，是我国推进能源生产和消费革命，构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系的重要路径。同时，随着我国城市化进程的推进，城镇人口数量持续增长，对提高城市燃气普及水平以及能源利用效率的要求不断加深，未来天然气消费市场增长空间仍旧较大。

## c) 竞争格局/态势

天然气分上游生产、中游输送及下游分销三个环节。我国上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”（中国石油天然气集团有限公司（简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司和中国海洋石油集团有限公司）垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管道的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气下游分销主要是各个城市的燃气公司，市场化程度相对较高，但仍具有较强的区域垄断性，多以获取更多的特许经营权形式竞争。

从企业属性来看，我国城市燃气中下游行业已经形成央企、国企、外企和民企等多元化市场竞争格局。如行业上游中石油覆盖上中下全产业链，拥有地方政府背景的国有燃气运营企业供气范围以我国直辖市或大型省会城市为主，如北京市燃气集团有限责任公司、深圳市燃气集团股份有限公司、陕西燃气集团有限公司、山西燃气产业集团有限公司等；外企、民企则多布局在二三线城市，如新奥（中国）燃气投资有限公司、奥德集团有限公司、百川能源股份有限公司等。随着天然气使用率的提升和燃气行业的快速发展，燃气运营企业竞争将加剧。随着油气体制改革的推进，未来多元化的资本或进入燃气行业上游，中游网管格局或将调整，但需较长时间落实；下游多元化竞争格局将继续保持，具有稳定气源供应和销售渠道的城市管道运营商将在竞争中具有相对优势。

## d) 风险关注

**销售价格不完全市场化。**我国天然气出厂价和跨省长输管道的管输价格、终端价格由国家发改委制定、省级发改委等部门制定，天然气价格与可替代能源价格之间缺乏联动，与国际价格相比处于较低水平。2021年下半年以来原油价格大幅上涨，终端价格调价严重滞后，下游分销厂商面临阶段性的经营压力。

**市场竞争或将加剧。**根据国家政策导向，随着油气体制改革的推进，未来多元化的资本或进入燃气行业上游，中游网管格局或将调整，下游多元化竞争格局将继续保持，关注行业竞争态势发展。

### C. 水务行业

水务行业的传统领域包括供水和污水处理两个子行业，行业发展与城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。固定资产投资方面，供水设施投资随我国城镇化的推进而逐步增长；污水处理设施将在相关政策推动下，继续在新增管网、处理设施以及提标改造等方面保持较大投资需求。近年来水务企业并购相关产业链企业股权拓展业务领域事件较多，行业向综合化、大型化变化趋势是重要的原因之一。

#### a) 行业概况

我国是一个干旱缺水的国家，2020年，我国水资源总量为31605.2亿立方米，同比增长8.8%，人均水资源量较少，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，我国用水总量在2013年达到前期峰值，之后在各项政策出台和实施后，开始出现用水总量增速趋缓甚至下降。2018-2020年，全国用水总量分别为6,015.50亿吨、6,021.20亿吨和5,812.90亿吨，其中2020年生活用水、农业用水、工业用水和人工生态环境用水占用水总量的比重分别为14.50%、61.14%、17.73%和5.28%，2020年受新冠疫情影响工业用水占比有所下降。

城市供水方面，2018-2020年，全国城市供水总量分别为614.64亿吨、628.30亿吨和629.54亿吨，保持稳定增长态势，其中生活用水占比维持在53%-55%，生产用水占比维持在24%-28%。县城供水方面，2018-2020年，全国县城供水总量分别为114.51亿吨、119.09亿吨和119.02亿吨，其中生活用水占比在56%-58%之间，2020年受新冠疫情影响用水量略有下降。对于发债水务企业而言，大部分供水业务收入来自城市或县城的生活用水和工业用水。近年来城市和县城供水量较为稳定，为水务企业供水业务运营奠定了良好的基础。

2018-2020年，我国城市污水排放量分别为521.12亿吨、554.65亿吨和571.36亿吨，污水处理量分别为497.61亿吨、536.93亿吨和557.28亿吨，污水处理率分别为95.49%、96.81%和97.53%。2018-2020年，我国县城污水排放量分别为99.40亿吨、102.30亿吨和103.76亿吨，污水处理量分别为90.64亿吨、95.71亿吨和98.62亿吨，污水处理率分别为91.16%、93.55%和95.05%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间，其中提标改造投资需求较大。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业运营能力，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。我国水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，采用价格听证会制度。2018-2020年末及2021年10月末，全国36个大中城市居民生活用水价格（不含污水处理费、水价附加等）分别为2.26

元/吨、2.29 元/吨、2.31 元/吨和 2.33 元/吨。2021 年 10 月，国家发改委公布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》，其中《城镇供水价格管理办法》明确了城镇供水价格的定价原则、定价方法、定调价程序以及水价分类等。《城镇供水定价成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法，并对供水企业职工人数定员上限标准、管网漏损率控制等建立激励约束机制。此外，首次明确城镇供水价格监管周期原则上为 3 年，经测算需要调整供水价格的，应及时调整到位，并考虑当地经济社会发展水平和用户承受能力，价格调整不到位导致供水企业难以达到准许收入的，当地人民政府应予以相应补偿。新供水价格管理办法的实施，有利于促进水务企业健康持续发展。

我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2018-2020 年末及 2021 年 11 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.98 元/吨、0.98 元/吨、0.99 元/吨和 1.01 元/吨，污水处理收费标准逐年增长。

#### **b) 政策环境**

前我国生态环境保护重点区域、重点行业污染问题仍较为突出，为实现碳达峰、碳中和任务，2021 年国家出台了《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》《关于推进污水资源化利用的指导意见》以及广东省出台的《广东省水生态环境保护“十四五”规划》《广东省城镇生活污水处理设施补短板强弱项工作方案》等，传统水务市场日趋饱和，“十四五”时期主要聚焦污水收集管网建设、再生水资源化利用、污泥无害化处理等领域。

#### **c) 竞争格局/态势**

水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，随着碳中和、碳达峰目标任务的落实，越来越多水务行业企业以股权收购形式优化产业链布局，拓展业务领域，打造一体化的水务环保综合服务供应商。目前，水务企业并购相关产业链企业股权事件较多，在环保产业投资高速增长的带动下，预计 2022 年股权并购趋势仍将继续。

另一方面，水务行业作为近年来政策大力推动的产业之一，发展得到国家政策支持，行业外资本进入仍然具有较强的驱动力。大型国有及国有控股企业凭借其融资便利及融资成本优势，大力度介入水务业务领域，尤其是污水处理业务领域。

我国水务行业经过多年发展，业务逐渐从过去传统的供水、污水处理和水

环境治理等转向一体化的水务环保综合服务，业务拓展至污泥处理、垃圾渗滤液处理及中水回用等环保领域。因此国有水务公司与央企和地方国企的合作不断深入，行业内优质企业通过国有股权并购进一步提高市场竞争力。

#### d) 风险关注

**调价周期较长。**近年来国内供水和污水处理价格持续缓慢提升，但我国水价相对于国外水平仍然偏低，导致大量行业内企业亏损，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，调价周期较长。但随着 2021 年《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监管办法》等政策的出台，预计水价将逐步实现市场化，项目盈利空间或将有所提升。

**PPP 项目回款周期长，不确定性大。**水务企业核心竞争优势在于稳定的项目回款周期。近年来传统的供水和污水处理领域优质项目已基本布局完毕，新开发项目存在区域经济体量小，区域财力偏弱的问题，水环境综合治理等新领域项目回款则主要为政府购买服务的方式，项目回款高度依赖于地方政府财力和支付意愿，而我国地方政府债务压力大，水务企业未来项目回款不确定性仍然较大。

### (3) 区域市场因素

2021 年，南海区实现地区生产总值 3,560.89 亿元，比上年增长 8.8%。规模以上工业增加值完成 1,463.56 亿元，增长 11.1%。2021 年，南海区固定资产投资比上年增长 10.5%，增速较全市高出 2.9 个百分点，全年完成新引进超亿元产业项目 107 个，计划投资额 907.2 亿元。2021 年，完成社会消费品零售总额 1,200.74 亿元，增长 9.5%。对外贸易进出口总值 1,845.7 亿元，较上年增长 21.5%，其中出口 1,351.5 亿元，增长 22.6%；进口 494.2 亿元，增长 18.3%。

图表 4. 2018 年以来南海区主要经济指标

主要经济指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
地区生产总值（亿元）	3,176.62	3,177.55	3,560.89
GDP 同比增速（%）	6.9	0.7	8.8
全区固定资产投资（亿元）	1,493.54	1,303.00	未披露
规模以上工业增加值（亿元）	1,346.72	1,331.44	1,463.56
社会消费品零售总额（亿元）	1,202.39	1,096.69	1,200.74
进出口总额	213.3 亿美元	219.8 亿美元	1,845.7 亿元

资料来源：南海区统计公报

## 2. 业务运营

该公司主要业务包括发电及供汽、固废处理、能源、供水和排水，在南海区内具有很强的区域优势，另外固废业务依托南海区实现向全国范围拓展，近年来快速发展。2021 年，受益于运营的固废项目增加及“煤改气”推进，公司营业收入大幅增长；而受电力、天然气销售限价政策，而上游煤炭、天然气采购价格大幅上涨，部分业务有阶段性压力，营业毛利仅小幅增长。公司在建

项目尤其固废处理项目投资规模较大,面临一定的投资压力,项目建成投运后,有望带动公司收入及盈利规模进一步增长,但对部分盈利能力偏弱的固废处理项目保持关注。

该公司主营业务以电力及供汽(蒸汽)、固废处理、燃气和水务(包括供水和排水)四大核心业务为主,其中电力及供汽、燃气和水务三大业务在佛山市南海区保持区域垄断经营优势,而固废处理则依托于南海区市场并向全国范围拓展。

2022年3月31日,该公司受让南方风机股份有限公司(简称“南风股份”,证券代码“300004”)原股东杨子江、杨泽文、仇云龙共计6,300万股股份(占公司总股本的13.13%)完成工商过户登记,变更完成后,公司对南风股份持股比例由12.59%增至25.71%,成为南风股份的控股股东。南风股份为华南地区规模最大的通风系统集成设计、制造企业,产品主要应用于核电、地铁、隧道、大型民用建筑等领域。截至2022年3月末,南风股份资产总额为19.89亿元,所有者权益为16.95亿元;2021年度完成营业收入8.42亿元,净利润-6.88亿元<sup>1</sup>,经营性现金流量净额0.52亿元;2022年第一季度完成营业收入0.66亿元,净利润0.16亿元,经营性现金流量净额-0.46亿元。

**图表 5. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
电力/供汽业务	南海区	规模/区域布局
固废处理业务	全国	政策/资本/区域布局
燃气业务	南海区、樟树市	规模/政策/区域布局
供水/排水业务	南海区	规模/区域布局

资料来源:南海控股

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 6. 公司核心业务收入及变化情况(单位:亿元)**

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业收入合计	82.61	93.49	140.09	31.61
其中:核心业务营业收入	75.88	86.43	131.34	29.73
在营业收入中所占比重(%)	91.85	92.45	93.76	94.07
其中:(1)电力及供汽业务	14.14	12.55	15.23	2.69
在核心业务收入中所占比重(%)	18.63	14.52	11.60	9.06
其中:电力业务	8.89	7.74	7.84	1.04
供汽业务	5.25	4.81	7.39	1.65
(2)固废处理业务	26.50	40.39	66.86	15.13
在核心业务收入中所占比重(%)	34.93	46.73	50.90	50.90
(3)燃气业务	20.65	18.83	33.58	8.28
在核心业务收入中所占比重(%)	27.21	21.78	25.56	27.86
(4)供水业务	9.54	9.35	10.08	2.15
在核心业务收入中所占比重(%)	12.57	10.82	7.68	7.23
(5)排水业务	5.05	5.32	5.59	1.47

<sup>1</sup> 南风股份2021年净利润亏损主要系资产重组形成的投资亏损,具体为向关联方上海颐帆科技有限公司出售转让中兴能源装备有限公司100%股权,资产重组形成亏损-5.83亿元计入投资收益。

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
在核心业务收入中所占比重(%)	6.66	6.15	4.26	4.95
毛利率(%)	27.43	29.02	22.10	17.26
其中：(1) 电力及供汽业务(%)	23.06	24.75	10.45	0.39
其中：电力业务	9.97	12.06	-6.22	-28.24
供汽业务	45.23	45.19	28.16	18.47
(2) 固废处理业务(%)	31.51	32.08	28.02	33.79
(3) 燃气业务(%)	20.56	17.78	5.36	-13.75
(4) 供水业务(%)	28.63	29.03	29.32	20.05
(5) 排水业务(%)	38.80	45.98	49.79	44.83

资料来源：南海控股

2019-2021年及2022年第一季度，该公司营业收入分别为82.61亿元、93.49亿元、140.09亿元和31.61亿元，收入规模增速较快。其中核心业务收入分别为75.88亿元、86.43亿元、131.34亿元和30.14亿元，核心业务收入占比保持在90%以上。同期公司综合毛利率分别为27.43%、29.02%、22.10%和17.26%，有所波动，其中2021年下滑主要受售电及供汽、固废处理及燃气业务毛利率下滑的影响；2022年第一季度受煤炭、燃气等采购价格进一步上涨的影响，综合毛利率进一步下滑。公司非核心业务包括烟酒销售、租金收入及其他业务（审计报告口径）等。2021年上述三者收入分别为2.82亿元、0.57亿元和4.11亿元，毛利率分别为7.11%、49.84%和43.99%。

#### A. 电力及供汽（蒸汽）业务

该公司电力及供汽（蒸汽）业务实施主体为佛山市南海景隆投资控股有限公司（简称“景隆投资”）及其下属企业，主要为西樵纺织工业园区内企业提供电力和蒸汽，其中南海长海发电有限公司（简称“长海发电”）是发电和供汽的核心业务主体。由于蒸汽为发电过程中所生产的附属产品，因此在成本核算中，公司会依据一定比例将成本拆分，实际操作中，一般供汽业务成本按照蒸汽耗用量比例计提，而且蒸汽售价与煤价联动，故毛利率水平高，而电力业务毛利率较低且波动较大。如果将两者综合考虑，2019-2021年售电和蒸汽业务收入合计分别为14.14亿元、12.55亿元和15.23亿元；毛利率分别为23.06%、24.75%和10.45%，其中2020年受疫情影响整体收入较上年小幅下降；2021年电力及供汽业务同比增长21.34%，主要受供汽量增长及价格上涨的带动，但毛利率较上年下滑14.30个百分点，主要受煤炭采购价格大幅上涨的影响。

2021年，该公司长海电厂退运煤气3台机组（装机容量共计10万千瓦时），截至2021年末，公司长海电厂煤气发电机组的装机容量为12.5万千瓦时、富电电厂为18.9万千瓦安；在建3台天然气机组（装机容量共计34.50万千瓦时）。2019-2021年公司售电量为15.06亿度、13.76亿度和14.06亿度，公司电量大部分为上网电量，售电价格保持稳定。

该公司蒸汽供汽设计能力为800吨/小时，2019-2021年供汽量分别为308.45万吨、291.35万吨和349.12万吨，其中2020年受疫情影响，一季度园区内企业工作基本停摆，全年供汽量小幅下降；2021年疫情影响减弱，园区内工业生产量恢复，供汽量同比增长19.83%。公司蒸汽价格采取自主定价模式，一般与用汽单位签订用汽协议时约定煤汽联动条款。2019-2021年，蒸汽价格分

别为 170.21 元/吨、165.06 元/吨和 211.63 元/吨，2021 年蒸汽价格在煤炭价格上涨带动下有所增长，但涨幅不及煤炭。

该业务的核心原料为煤炭和水煤浆，主要采取公开招标采购方式。2021 年公司煤炭采购量和采购均价分别为 120.90 万吨和 939.77 元/吨，受市场环境影响采购均价大幅上涨。公司煤炭主要供应商包括东莞市辉煌能源有限公司、广州珠江电力燃料有限公司等，采取到货验收后 30 日内银行转账结算。

**图表 7. 电力销售及供汽的基础业务数据**

项目	2019 年	2020 年	2021 年
电力业务			
发电（销售）量（亿度）	15.06	13.76	14.06
其中：长海	12.21	11.10	11.97
单位成本（元/度）	0.52	0.49	0.61
其中：长海	0.50	0.47	0.61
年均单价（元/度）	0.58	0.58	0.58
其中：长海	0.56	0.56	0.56
供汽（蒸汽）业务			
供汽量（万吨）	308.45	291.35	349.12
单位成本（元/吨）	111.35	106.45	149.54
年均单价（元/吨）	170.21	165.06	211.63
煤炭采购情况			
采购量（万吨）	118.15	118.45	120.90
采购均价（元/吨，含税）	581.86	557.98	939.77

注：根据南海控股提供资料计算、绘制

## B. 固废处理业务

该公司固废处理业务运营主体主要为瀚蓝环境，按处理内容分为生活垃圾处理、餐厨垃圾处理、污泥处理、粪便处理、危废处理等；子公司景隆投资有少量工业危废处理业务。经营模式上，公司生活垃圾处理采用特许经营模式，通过与当地政府或市政管理部门签订 BOT、TOT 或 PPP 特许经营协议，在特许经营的范围内提供相应服务；工业危废处理采用市场化的经营模式，由公司和工业客户签订处理服务协议。BOT 模式中公司通过向政府收取垃圾处理费和通过余热发电售电来收回成本、实现盈利；PPP 模式中政府与公司之间基于提供产品和服务出发点，达成特许权协议，形成“利益共享、风险共担、全程合作”伙伴合作关系。2019-2021 年，公司固废处理业务收入分别为 26.50 亿元、40.39 亿元和 66.86 亿元，呈快速增长，主要系新建的固废处理项目陆续投产，带动收入提升；毛利率分别为 31.51%、32.08%和 28.02%，其中 2021 年较上年下降 4.06 个百分点，主要系部分新投产项目处于产能爬坡期，人工、折摊等固定成本较高，及执行解释第 14 号等影响。

2021 年，该公司新完工并正式投产的生活垃圾焚烧发电项目处理规模共 8,300 吨/日。截至 2021 年末，公司生活垃圾焚烧发电在手订单 34,150 吨/日（不含参股项目），其中已投产项目规模为 25,550 吨/日，试运营项目规模 500 吨/日，在建项目规模 3,350 吨/日，筹建项目规模 1,450 吨/日，未建项目规模 3,300 吨/日。

**图表 8. 瀚蓝环境 2021 年新增的固废处理业务情况（单位：吨/日）**

正式投产		
项目	处理能力	投产时间
海阳项目	500	2021 年第一季度
济宁二期项目	800	2021 年第一季度
晋江提标改建项目	1,500	2021 年第一季度
孝感一期项目	1,500	2021 年第一季度
淮安项目	800	2021 年第一季度
南平改扩建项目	600	2021 年第一季度
万载项目	800	2021 年第三季度
乌兰察布项目一期	800	2021 年第三季度
漳州北项目一期	1,000	2021 年第四季度
试运营		
常德项目一期	500	-

资料来源：瀚蓝环境 2021 年年度报告

2019-2021 年，瀚蓝环境焚烧和发电业务规模整体保持较快增长，其中垃圾焚烧处理量分别为 492.21 万吨、605.36 万吨和 912.38 万吨，发电量分别为 17.74 亿度、22.97 亿度和 35.10 亿度。瀚蓝环境固废业务的主要原材料为城市生活垃圾及耗材。城市生活垃圾由各项目所在地相关政府部门根据其与公司各项目子公司签订的特许经营权协议免费提供。特许经营权协议一般都会约定保底垃圾量，如果政府相关部门运送的垃圾量不足协议约定的保底垃圾量，则政府部门需要按照保底垃圾量进行结算。

**图表 9. 瀚蓝环境固废处理业务的主要经营数据（单位：万吨）**

项目	生产/处理量			结算量		
	2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
垃圾焚烧量（万吨）	492.21	605.36	912.38	503.19	606.70	901.00
发电量（亿度）	17.74	22.97	35.10	14.88	19.21	29.53
垃圾转运量（万吨）	198.68	196.00	199.41	198.68	196.00	199.41
污泥处理量（万吨）	13.83	12.71	15.94	13.67	12.71	15.94
飞灰处理量（万吨）	4.35	5.13	5.66	4.35	5.13	5.66
餐厨垃圾处理量（万吨）	25.29	18.22	25.10	25.29	18.22	25.10
垃圾填埋量（万吨）	33.87	32.47	45.71	33.87	32.47	45.71

资料来源：南海控股，瀚蓝环境 2019-2021 年年度报告

截至 2021 年末，瀚蓝环境在建固废处理项目 16 个，筹建项目 2 个，以垃圾焚烧项目为主；在建筹建项目计划总投资 46.49 亿元，累计已投资 13.79 亿元。2022-2023 年计划投资额分别为 21.49 亿元和 12.13 亿元，面临一定的资本性支出压力。

**图表 10. 截至 2021 年末瀚蓝环境在建筹建固废处理业务项目明细（单位：亿元）**

实施主体	项目类型	总投资	累计投资	计划投资		建设期间
				2022 年	2023 年	
在建：	-	38.59	13.71	17.55	8.26	-
瀚蓝（贵阳）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	12.59	2.86	7.04	2.69	2021.01-2022.06
瀚蓝（平和）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	4.50	1.50	0.74	2.26	2020.11-2022.07
桂平市金山环保工程有限公司	生活垃圾焚烧发电	4.51	0.05	3.47	0.99	2021.12-2023.03
瀚蓝（常德）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	3.07	3.36	0.63	-	2020.09-2021.12
瀚蓝（晋江）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	1.60	0.24	1.23	0.13	2020.12-2022.05
瀚蓝（安溪）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	0.30	-	0.11	0.19	2021.10-2022.05
瀚蓝（廊坊）生物环保科技有限公司	有机垃圾处理	2.32	1.27	0.34	0.71	2020.10-2022.09
瀚蓝（开平）生物科技有限公司	有机垃圾处理	1.83	0.88	0.95	-	2020.09-2022.06
大庆宇合环保技术服务有限公司	有机垃圾处理	1.48	0.75	0.31	0.42	2019.08-2022.07
哈尔滨天人瑞合生物质能源有限公司	有机垃圾处理	0.84	0.51	0.18	0.15	2020.07-2022.07
廊坊市嘉德恒信医疗废物集中处置有限公司	危险废弃物	0.84	0.74	0.05	0.05	2020.12-2022.05

实施主体	项目类型	总投资	累计投资	计划投资		建设期间
				2022年	2023年	
瀚蓝绿电固废处理（佛山）有限公司	生活垃圾转运	1.84	0.61	0.89	0.34	2020.07-2022.06
瀚蓝（惠安）智慧环卫服务有限公司	生活垃圾转运	1.54	0.88	0.66	-	-
瀚蓝生物技术（江门）有限公司	农业垃圾处理	0.63	0.04	0.26	0.33	2021.09-2022.10
瀚蓝驼王生物科技（肇庆）有限公司	农业垃圾处理	0.34	0.01	0.33	-	2022.04-2023.01
瀚蓝（佛山）工业环境服务有限公司	危险废弃物	0.36	0.01	0.36	-	2021.12-2022.05
筹建：	-	7.90	0.08	3.93	3.89	-
瀚蓝（福清）固废处理有限公司	生活垃圾焚烧发电	4.50	0.08	2.03	2.39	2022.05-2024.03
瀚蓝（大连）生态环保有限公司	生活垃圾焚烧发电	3.40	-	1.90	1.50	2022.11-2024.03
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>46.49</b>	<b>13.79</b>	<b>21.49</b>	<b>12.13</b>	<b>-</b>

资料来源：根据南海控股所提供数据整理

### C. 燃气业务<sup>2</sup>

该公司燃气业务核心经营主体为佛山市南海燃气发展有限公司（简称“燃气发展”）（瀚蓝环境的二级子公司），主要为南海区城市提供管道燃气供应。2016年公司出资1.45亿元收购江西瀚蓝能源有限公司（简称“瀚蓝能源”）70%股权，获得江西樟树市11个镇街的燃气特许经营权等，燃气业务拓展至樟树市。2019-2021年，公司燃气业务收入分别为20.65亿元、18.83亿元和33.58亿元，其中2020年受天然气配气价格限价及疫情期间实行相关优惠政策的影响，燃气业务收入较上年下降8.81%；2021年收入大幅增长，主要系“煤改气”推进，天然气供应范围增加。同期，公司燃气业务毛利率分别为20.56%、17.78%和5.36%，2020年受天然气销售均价下降的影响，毛利率小幅下降；2021年第三季度以来，天然气采购成本上涨，但销售价格受政府限价影响，进销价差收窄，毛利率大幅下滑。

该公司燃气供应结构包括管道气和液化气。公司在南海区内拥有管道气业务的特许经营权，是南海区唯一一家管道燃气供应商。公司主要向高压管网公司采购并直接通过管道销售给终端用户；此外，公司还采购部分液化天然气，经液化处理后通过管道最终销售给终端用户。管道气销售以管道天然气为主，而且工业用气占比超过50%。在结算方面，天然气销售实行先用气后结算模式，按照当月抄表、次月收款的收费模式，按政府定价结算。每个计算周期计量应收燃气费确认收入，客户通过委托银行划扣款、电汇等方式支付燃气费（部分大额用户要求先支付一定预付款或开具保函）。管道工程建设费采用预收的模式收缴。液化气业务实行现款结算模式：对于居民用户，公司在送气时收取现款；对于商业用户，按合同约定的周期结算气款。

在燃气业务资产方面，截至2021年末，该公司拥有燃气管网2,002公里，管网设计日供气能力为340万立方米、2个液化石油气储配站（储配能力分别为1,250立方米和300立方米）、设计能力1,000吨级码头1个、天然气调压计量站5个、储量为1,800立方的天然气综合储配站1个，储量为200立方的天然气气化站2个、客户联络中心1个、电召服务中心1个、规范的瓶装气配送点7个、压缩燃气加气母站1座。受益于“煤改气”，公司天然气覆盖范围增

<sup>2</sup> 受合并范围抵消数是否处理影响，该公司的合并口径营业收入中各业务收入与对应的旗下瀚蓝环境的营业收入不完全吻合。

加，天然气用气量增长，带动 2021 年采购量、销售量大幅增长。

**图表 11. 公司燃气供应概况**

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
天然气采购量（万立方米）	58,162.78	64,617.67	100,794.68
天然气销售量（万立方米）	57,278.67	62,767.12	98,657.19
天然气销售均价（元/立方米）	3.19	2.82	3.24
液化气采购量（万吨）	2.11	1.90	2.16
液化气销售量（万吨）	2.14	1.92	2.16
液化气销售均价（元/吨）	5,062.40	4,580.60	5,713.60

资料来源：南海控股

#### D. 水务业务

该公司水务业务包括供水及污水处理，经营主体为瀚蓝环境。该业务服务于南海区的居民及非居民用户，形成区域性自然垄断。2019-2021 年，公司供水收入分别为 9.54 亿元、9.35 亿元和 10.08 亿元；毛利率分别为 28.63%、29.03% 和 29.32%，整体呈波动增长。同期，污水处理收入分别为 5.05 亿元、5.32 亿元和 5.59 亿元；毛利率分别为 38.80%、45.98% 和 49.79%，2020 年起各污水厂基本按照提标后价格确认收入，以及新项目投产的影响，收入和毛利率均呈现增长。

##### (1) 供水

瀚蓝环境是南海区的主要供水商，2015 年，瀚蓝环境通过增资实现对大沥镇、西樵镇终端供水市场的控制，全面完成了南海区供水整合工作，供水能力由 126 万吨/日增至 136 万吨/日，基本实现了全南海供水区域的覆盖。2018 年因樵南官山水厂关停，产能降至 125 万吨/日。2021 年 3 月瀚蓝环境南海第二水厂四期工程项目（25 万立方米/日）投产，产能增至 150 万吨/日。2019-2021 年瀚蓝环境售水量为 43,815.04 万立方米、43,273.70 万立方米和 46,315.80 万立方米，其中 2020 年受疫情影响销量较上年微降，2021 年增长则受益于供水能力提升。

**图表 12. 瀚蓝环境供水业务情况**

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
供水能力（万吨/日）	125	125	150
供水量（万立方米）	48,951.15	47,486.15	50,651.14
其中：外购水（万立方米）	6,834	5,939	6,491.88
销售量（万立方米）	43,815.04	43,273.70	46,315.80
其中：外购水（万立方米）	6,117	5,412	5,945.19
销售平均水价（元/立方米）	2.19	2.17	2.18

资料来源：南海控股

水价方面，2016 年 1 月起南海区水价调整，增幅约 15%<sup>3</sup>，近三年水费未调整。水费收缴方面，瀚蓝环境在桂城设有一个营业点实行现金收费，其他主要由市内 6 家联网银行进行代缴，此外还通过人民银行的收费平台扣缴，可保障经营现金流的稳定回笼。

<sup>3</sup> 公司 2015 年 12 月获得政府批准（南发改价〔2015〕37 号）调整供水价格。

**图表 13. 2016 年起南海区分类水价（元/吨）**

客户类型	平均水价
居民用户 第一级 $\leq 23\text{m}^3$	1.85
居民用户 $23\text{m}^3 < \text{第二级} \leq 36\text{m}^3$	2.75
居民用户 第三级 $> 36\text{m}^3$	5.45
非居民用户	2.45
特种用户	4.43
合表用户	1.95
学校、幼儿园、福利机构	1.85
趸售镇级水司	1.572
趸售村（居）委	1.637

资料来源：南海控股

## (2) 污水处理

2016 年，瀚蓝环境通过增资佛山市南海瀚泓污水处理系统管理有限公司，将南海区污水收集管网的运营管理权纳入公司，进一步完善了公司在污水处理业务的产业链。近三年瀚蓝环境污水处理价格分别为 1.50 元、1.59 元/吨和 1.54 元/吨，2019 年起污水提标改造调整了价格，2019、2020 年污水处理价格整体有所上升；但受污水处理结构影响，处理单价有所波动。截至 2021 年末，瀚蓝环境通过 BOT、TOT 模式取得特许经营权项目共 29 个。

污水处理方面，瀚蓝环境的下属各污水厂保持稳定生产状态，2019-2021 年污水处理能力分别为 66.8 万吨/日、70.15 万吨/日和 69.65 万吨/日，2019 年南海区平洲污水处理厂提标改造升级工程投入使用，新增产能 6 万吨/日，西北处理厂新增产能 0.5 万吨/日；2020 年污水处理能力上升主要系新增旧和桂应急装置和东南污水处理厂产能 0.35 吨米/日和 3 万吨/日；2021 年污水处理能力下降了 0.50 万吨/日，主要系罗村污水厂关停。近三年污水处理量分别为 19,057.31 万吨、21,093.08 万吨和 22,364.05 万吨；产能利用率呈上升趋势，同期分别为 78.16%、82.38%和 87.97%；污水结算量分别为 22,211.62 万吨、23,023.74 万吨、24,829.24 万吨和 5,531.65 万吨。

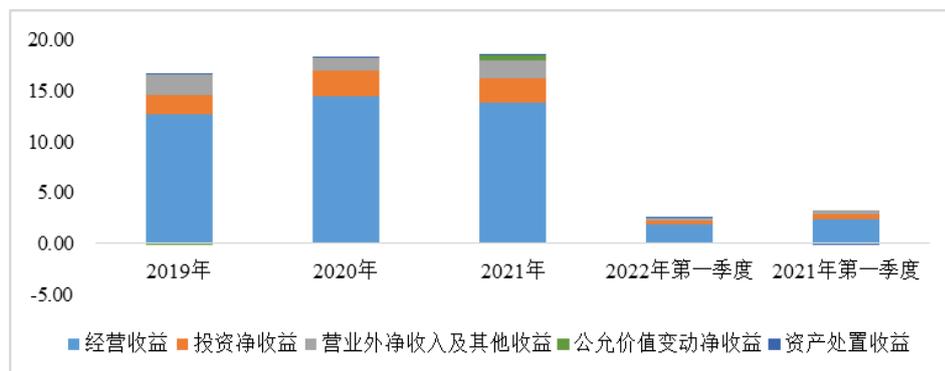
**图表 14. 瀚蓝环境污水处理业务情况**

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
污水处理能力（万吨/日）	66.8	70.15	69.65
污水处理量（万吨）	19,057.31	21,093.08	22,364.05
污水结算量（万吨）	22,211.62	23,023.74	24,829.24
污水处理价格（元/吨）	1.50	1.59	1.54

资料来源：南海控股

## (2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据南海控股所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来自于营业毛利，投资净收益、以政府补助为主的营业外净收入和其他收益均是重要补充。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司毛利分别为 22.66 亿元、27.14 亿元、30.96 亿元和 5.46 亿元，随业务规模扩大而保持良好增长。在毛利贡献方面，2021 年电力及供汽、固废处理、燃气和水务毛利分别为 1.59 亿元、18.73 亿元、1.80 亿元和 5.74 亿元，其中电力及供汽、燃气业务因煤炭、天然气等采购成本大幅上涨，毛利同比下降；固废处理受益于新增项目投产，毛利大幅增长；水务业务毛利小幅增长。近三年一期公司经营收益分别为 12.64 亿元、14.39 亿元、13.82 亿元和 1.85 亿元，有所波动。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入 (亿元)	82.61	93.49	140.09	31.61
毛利 (亿元)	22.66	27.14	30.96	5.46
其中：电力及供汽业务	3.26	3.11	1.59	-
固废处理业务	8.35	12.96	18.73	-
燃气业务	4.24	3.35	1.80	-
供水业务	2.73	2.71	2.96	-
排水业务	1.96	2.45	2.78	-
期间费用率 (%)	10.49	12.17	10.10	10.82
其中：财务费用率 (%)	2.45	3.53	3.30	4.00
全年利息支出总额 (亿元)	3.88	4.92	6.02	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.95	0.99	0.82	-

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用合计分别为 8.67 亿元、11.37 亿元、14.15 亿元和 3.42 亿元，期间费用率分别为 10.49%、12.17%、10.10% 和 10.82%，公司期间费用中管理费用（含研发费用）和财务费用占比较高，2021 年管理费用（含研发费用）同比增长 17.57% 至 8.15 亿元，主要受多个固废业务投产及业务范围扩大的影响；财务费用同比增长 40.20% 至 4.62 亿元，

主要系近年来融资规模扩张较快及随着固废项目 2021 年大规模投产、项目资本化利息减少所致。

**图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
投资净收益（亿元）	1.98	2.56	2.44	0.32
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.80	1.02	0.97	-
处置长期股权投资产生的投资收益	-	0.14	0.32	-
可供出售的金融资产持有期间取得的投资收益	1.17	1.39	0.85	-
营业外净收入及其他收益（亿元）	1.92	1.25	1.72	0.36
其中：政府补助（亿元）	1.18	1.41	1.64	-
资产减值损失及信用减值损失（亿元）	0.67	0.64	1.96	-0.02

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资收益分别为 1.98 亿元、2.56 亿元、2.44 亿元和 0.32 亿元，主要是长期股权投资权益法投资收益和可供出售金融资产取得的投资收益，合营、联营企业中南海国际货柜码头有限公司、佛山市西江供水有限公司、佛山市天然气高压管网有限公司和广东顺控环境投资有限公司经营效益较好，2021 年权益法确认的投资收益分别为 0.12 亿元、0.08 亿元、0.10 亿元和 0.65 亿元；公司还投资广东省广播电视网络股份有限公司、广东省粤科科技小额贷款股份有限公司、揭西农商行等企业股权，近三年持有资产确认的投资收益分别为 1.17 亿元、1.39 亿元和 0.85 亿元。整体来看，公司主要参股企业经营稳定，盈利良好，对利润形成稳定补充。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业外净收入及其他收益分别为 1.92 亿元、1.25 亿元、1.72 亿元和 0.36 亿元，主要是收到的各项政府补助，包括增值税减免、搬迁补偿、保底收入等，稳定性尚可。此外，同期公司资产减值损失及信用减值损失合计分别为 0.67 亿元、0.64 亿元、1.96 亿元和 -0.02 亿元，其中 2021 年规模较大，主要为新增计提应收账款坏账准备 0.62 亿元，主要为对政府客户组合、电网客户及再生能源补贴组合计提的坏账准备；新增计提其他应收款坏账准备 0.47 亿元；计提无形资产特许经营权减值准备 0.81 亿元，主要系因下属项目公司瀚蓝（济宁）固废处置有限公司、乌兰察布瀚蓝固废处理有限公司、牡丹江瑞嘉环保服务有限公司实际经营效益未达预期，经管理层评估认为项目存在减值迹象，根据预计可收回金额与账面价值差额，分别计提减值准备 0.29 亿元、0.33 亿元和 0.19 亿元。

受盈利增速不及收入规模、总资产规模等增速的影响，该公司资产收益率指标有所下降。2021 年，公司营业利润率、净资产收益率和总资产报酬率分别为 13.09%、10.42% 和 6.63%，分别较上年下降 6.48 个百分点、1.06 个百分点和 0.59 个百分点。

### **(3) 运营规划/经营战略**

“十四五”期间，公司将坚持统筹规划，凝聚发展合力，紧扣南海区产

业发展导向，把握发展新机遇，加速重大项目建设，提升招商实效，优化产业布局，持续增强公司经营发展活力，当好产业发展主力军。公司有序推进新能源、环保及污染治理等项目投资建设，形成开工一批、投产一批、储备一批的良性循环，规划期内计划完成重点项目投资总额约 20 亿元。

该公司在建项目主要与瀚蓝环境及景隆投资有关，主要涉及固废处理、发电、新能源工程等项目建设等，其中固废处理在建项目见图表 10，除固废处理外的其他主要在建拟建项目见图表 18。截至 2021 年末，公司除固废处理项目外主要在建拟建工程总投资共计 32.37 亿元，已累计投资 19.31 亿元，其中 2022 年和 2023 年分别计划投资 8.59 亿元和 1.53 亿元。

**图表 18. 截至 2021 年末公司除固废处理外主要在建拟建项目建设情况(单位: 亿元)**

实施主体	总投资	累计投资	计划投资		建设期间
			2022 年	2023 年	
在建:	27.72	19.27	7.84	0.61	-
南海长海发电有限公司燃气-蒸汽联合循环冷热电联产改扩建工程项目	15.13	14.95	0.18	-	2018.09-2022.05
江西德安县丰林工业新区“五统一”项目	6.70	2.14	4.56	-	2020.12-2022.07
南海长海发电有限公司建设 LNG 储配站项目--外输管涵及天然气管道工程项目	2.97	1.60	1.37	-	2020.12-2022.10
鑫龙中水回用项目	2.24	0.58	1.66	-	2021.12-2022.12
南海长海发电有限公司背压式供热机组项目	0.38	-	0.01	0.37	2022.10-2023.12
南海长海发电有限公司燃气锅炉改造项目	0.30	-	0.06	0.24	2022.06-2023.03
拟建:	4.65	0.04	0.75	0.92	-
佛山市南海景隆投资控股有限公司建设南海长海发电有限公司燃机改扩建工程项目配套 LNG 储配站项目	1.97	0.01	0.05	0.40	2023-2024(具体时间待定)
景隆营运调度中心	1.52	0.02	0.70	0.50	2022-2024(具体时间待定)
佛山市南海景隆投资控股有限公司建设南海长海发电有限公司燃气-蒸汽联合循环冷热电联产改扩建工程项目--配套 LNG 码头项目	1.16	0.01	-	0.02	2023-2025(具体时间待定)
<b>合计</b>	<b>32.37</b>	<b>19.31</b>	<b>8.59</b>	<b>1.53</b>	<b>-</b>

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

## 管理

跟踪期内，该公司实际控制人仍为南海区国资局。公司根据自身经营管理需要调整了组织架构，可满足现阶段的经营管理需要。公司关联交易规模较小，对日常经营影响小。

该公司是佛山市南海区的区属国有企业，佛山市南海区国有资产监督管理局（简称“南海区国资局”）代表南海区人民政府履行出资人职责。2021 年 1 月，根据广东省财政厅发布的粤财资[2020]78 号文，南海区国资委将公司 10% 股权划转至广东省财政厅。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本为 22.715 亿元，南海区国资局持有公司 90% 股权，为公司实际控制人，具体产权状况详见附录一。

该公司法人治理结构较为完善，公司设股东会，股东会由全体股东组成。跟踪期内，公司新增纪委书记及纪检监察设计部，调整了部分部门设置；董

监高离任共计 2 人；2022 年 5 月，公司修订了公司章程，治理结构进一步完善。公司组织结构图详见附录二。

关联交易方面，2019-2021 年该公司销售商品所形成关联交易金额分别为 0.07 亿元、0.27 亿元和 0.02 亿元，采购商品形成关联交易金额分别为 0.65 亿元、0.63 亿元和 0.70 亿元，为向佛山市西江供水有限公司采购自来水。截至 2021 年末，公司应收关联方款项合计 0.08 亿元，其中向广东顺控环境投资有限公司应收账款 0.06 亿元；应付关联方款项合计 0.37 亿元。公司关联交易规模较小，对日常经营影响小。

跟踪期内，根据该公司提供的本部《企业信用报告》（2022 年 5 月 30 日）及主要下属子公司瀚蓝环境（2022 年 3 月 25 日），公司不存在借款违约及欠息事项。经查国家企业信用信息公示系统（2022 年 5 月 21 日），公司及瀚蓝环境不存在行政处罚，亦未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

## 财务

受固废处理项目资金需求增加影响，近年来该公司负债尤其刚性债务规模大幅扩张，资产负债率总体呈上升趋势。公司刚性债务以中长期为主，即期债务偿还压力尚可。受固废处理业务资金回笼相对较慢的影响，公司营业收入现金率有所弱化。公司受限资产规模较大，对资产流动性有一定负面影响。公司对外担保对象经营业绩一般，存在一定的或有损失风险。

### 1. 数据与调整

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019-2020 年财务报表进行了审计，广东中天粤会计师事务所（特殊普通合伙）对 2021 年财务报表进行而来审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则及其补充规定。子公司瀚蓝环境 2021 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 21 号——租赁》（2018 年修订）、《企业会计准则解释第 14 号》（简称“解释第 14 号”）和《企业会计准则解释第 15 号》，南海控股本部及其他子公司于 2021 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则<sup>4</sup>、《企业会计准则第 14 号——收入》（2017 年修订）、《企业会计准则第 21 号——租赁》（2018 年修订）。

2019 年，南海区国资局无偿向该公司划入 3 家子公司，其中佛山市南海区高技术产业投资有限公司（简称“南海高投”）成为公司二级子公司；深圳海润国际能源贸易有限公司注销清算；2020 年公司新设成立 19 家子公司，收购 1 家子公司，注销 4 家子公司，吸收合并注销 1 家子公司和转让 1 家子

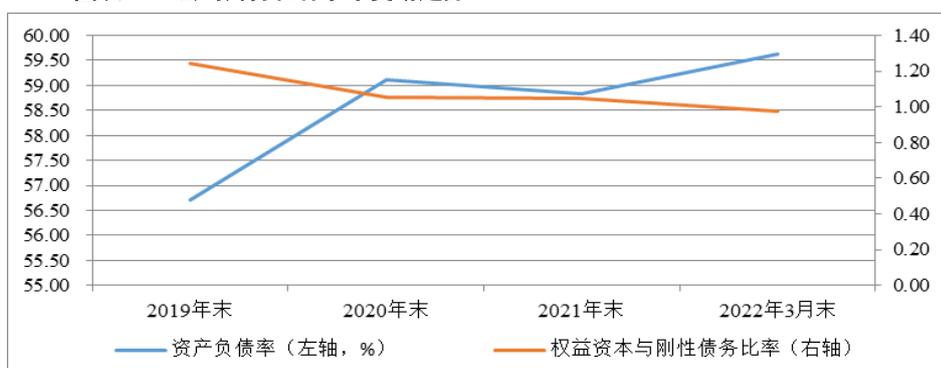
<sup>4</sup> 包括《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期会计》和《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（2017 年修订）

公司；2021 年公司新设成立 9 家子公司，注销 1 家子公司，无偿划转 1 家子公司。截至 2021 年末公司纳入合并报表范围的二级子公司为 13 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



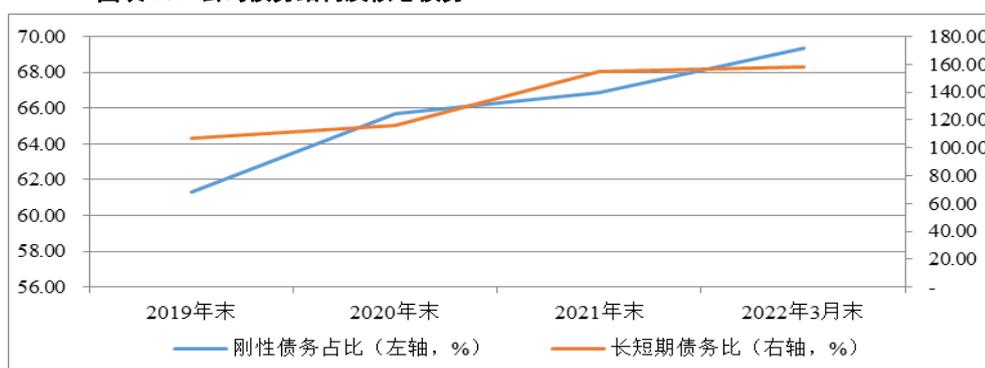
资料来源：根据南海控股所提供数据绘制。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别 160.36 亿元、195.25 亿元、225.50 亿元和 234.76 亿元，资产负债率分别为 56.71%、59.12%、58.83% 和 59.63%，受在建项目推进的影响，负债总额有所增长，资产负债率整体呈上升趋势。

该公司主要通过经营积累进行资本补充，政府增资及旗下上市公司瀚蓝环境股权融资也是重要补充。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司所有者权益分别为 122.41 亿元、135.01 亿元、157.79 亿元和 158.91 亿元；2021 年末，公司所有者权益中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别为 22.72 亿元、20.41 亿元、27.07 亿元和 75.64 亿元，少数股东权益占比高，主要因公司对上市公司瀚蓝环境持股比例较低。近三年一期末权益资本与刚性债务比率分别为 1.24、1.05、1.05 和 0.98，受刚性债务较快增长的影响，该比率整体呈下降趋势。

### (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	98.37	128.21	150.72	162.85
应付账款 (亿元)	23.01	29.05	34.08	30.56
其他应付款 (亿元)	10.48	7.58	7.15	8.23
递延收益-非流动负债 (亿元)	14.85	18.62	18.95	18.78
刚性债务占比 (%)	61.34	65.66	66.84	69.37
应付账款占比 (%)	14.35	14.88	15.11	13.02
其他应付款占比 (%)	6.53	3.88	3.17	3.51
递延收益-非流动负债占比 (%)	9.26	9.54	8.40	8.00

资料来源：根据南海控股所提供数据绘制。

该公司负债以非流动负债为主，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 106.94%、116.57%、154.78% 和 158.44%，受益于长期借款及应付债券增长，长短期债务比呈上升趋势。从中长期看，随着环保业务的发展，在 BOT、TOT 等运营模式下项目周期很长、资金需求多为长期性，债务结构以长期负债为主可一定程度匹配公司的业务性质。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务为主，2021 年末为 150.72 亿元，占比为 66.84%。除刚性债务外，公司负债主要由应付账款、其他应付款和递延收益-非流动负债构成，2021 年末分别为 34.08 亿元、7.15 亿元和 18.95 亿元。其中应付账款主要是应付工程款，较上年末增长 17.32%，主要系固废处理项目仍在持续投入；其他应付款包括代收及往来款（2.92 亿元）、押金保证金（3.11 亿元）及股权转让款（0.46 亿元）；递延收益-非流动负债主要为政府补助，包括桂城水厂搬迁补偿款 11.52 亿元、美佳污水东南污水厂改拆迁补偿款 1.10 亿元和南海区市民服务中心工程补助 2.37 亿元等。2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末微增 4.11%，其中刚性债务较上年末增加 12.13 亿元至 162.85 亿元；应付账款较上年末减少 3.53 亿元至 30.56 亿元；其他科目较上年末相对变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务	35.40	44.53	38.30	43.92
其中：短期借款	12.72	11.58	8.56	11.06
应付票据	0.28	0.03	0.20	1.15
应付短期融资券	10.04	16.68	16.76	16.61
一年内到期的长期借款	7.71	6.15	10.30	12.62
其他短期刚性债务	4.53	10.10	2.48	2.49
长期刚性债务	62.96	83.68	112.42	118.93
其中：长期借款	46.05	64.91	89.21	95.80
应付债券	16.05	17.67	21.89	21.76
融资租赁款	0.87	1.09	1.32	1.36
综合融资成本 (年化, %)	4.66	4.34	4.32	-

资料来源：根据南海控股所提供数据整理，综合融资成本根据财务数据测算。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 98.37 亿元、128.21 亿元、150.72 亿元和 162.85 亿元，呈增长趋势，主要受在建固废处理项目等建设推进，长期借款及应付债券增加等影响。公司刚性债务以长期为主，与业务性质可一定程度匹配。从融资渠道来看，2021 年末公司银行借款和债券融资在刚性债务中占比分别为 71.70%和 25.64%，此外还有少量融资租赁。银行借款来看，公司借款以质押借款和信用借款为主。2021 年，公司长期借款利率区间为 3.65%-5.225%。2022 年 3 月末，公司短期借款较上年末增加 2.49 亿元；长期借款较上年增加 6.60 亿元。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	78.94	109.98	79.70	-
营业收入现金率（%）	93.43	87.66	80.23	79.00
业务现金收支净额（亿元）	17.42	22.79	10.05	-1.24
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.30	-0.72	-1.89	-0.05
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	17.12	22.07	8.16	-1.29
EBITDA（亿元）	28.77	31.85	34.06	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.34	0.28	0.24	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.41	6.47	6.33	-

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019-2021 年公司营业周期分别为 78.94 天、109.98 天和 79.70 天，其中 2021 年营业周期缩短，主要系营业收入快速增长；同期营业收入现金率分别为 93.43%、87.66%和 80.23%，下降主要因款项回收较慢的固废业务规模扩大。公司固废业务处于投资阶段，原其收入计入经营性现金流，而固废项目投资支出大部分计入投资性现金流，2021 年根据解释第 14 号规定会计调整后，与形成与其他非流动资产相关的投资活动产生的现金支出由投资性活动产生的现金支出调整至经营活动产生的现金支出，经营性现金净流入规模有所减少。2019-2021 年及 2022 年第一季度公司经营性现金流净额分别为 17.12 亿元、22.07 亿元、8.16 亿元和-1.29 亿元，2022 年第一季度经营性现金流转负，一方面因能源业务当期出现较大亏损，另一方面因执行解释第 14 号规定。经营性现金流主要来自于业务现金收支，其他因素现金收支影响较小

该公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和摊销为主，其中利润对 EBITDA 贡献度较高。2019-2021 年，公司 EBITDA 分别为 28.77 亿元、31.85 亿元和 34.06 亿元，保持良好增长，其中 2021 年利润总额、折旧和摊销分别为 18.45 亿元、5.25 亿元和 5.15 亿元。近三年 EBITDA 对刚性债务覆盖比率分别为

0.34 倍、0.28 倍和 0.24 倍，呈下降趋势，主要受刚性债务较快增长的影响。

## (2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.51	-0.12	0.63	-0.77
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-38.53	-44.29	-26.22	-10.60
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.60	-1.05	-0.19	0.01
投资环节产生的现金流量净额	-41.63	-45.46	-25.78	-11.35

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

该公司投资性现金流主要以项目建设为主，每年均保持一定规模的资金投入，同时也会利用闲置资金进行理财活动，整体来看投资性现金流呈净流出状态，2019-2021 年及 2022 年第一季度净流出额分别为 41.63 亿元、45.46 亿元、25.78 亿元和 11.35 亿元，其中购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金分别为 40.54 亿元、42.46 亿元、26.16 亿元和 10.60 亿元，主要为固废处理等在建项目投资支出。

## (3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标（亿元）	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	-2.98	-1.05	-1.36	-2.23
债务类净融资额	24.41	24.58	21.31	11.44
其中：现金利息支出	-3.88	-4.92	-5.38	-
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-0.04	1.28	-0.59	-0.07
筹资环节产生的现金流量净额	21.39	24.81	19.36	9.15

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

该公司在建项目资金需求一方面依赖于经营收现，另一方面以债务融资作为补充。2019-2021 年及 2022 年第一季度，公司筹资性现金流净额分别为 21.39 亿元、24.81 亿元、19.36 亿元和 9.15 亿元，其中 2020 年吸收投资收到的现金为 8.37 亿元，主要系南海区国资委向公司增资 7.10 亿元；公司继续增加债务融资规模，债务类净融资呈净流入状态。

## 4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	72.37	78.09	87.87	92.04
	25.59	23.64	22.92	23.38
其中：货币资金（亿元）	31.13	32.55	34.73	31.28
应收账款（亿元）	9.99	10.30	17.48	20.54
存货（亿元）	11.78	13.80	12.20	12.44

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	210.40	252.17	295.42	301.62
	74.41	76.36	77.08	76.62
其中：长期股权投资（亿元）	7.35	8.50	14.33	15.50
投资类金融资产：可供出售金融资产 <sup>5</sup> + 其他权益工具投资+其他非流动金融资产（亿元）	12.46	13.93	13.05	13.05
固定资产（亿元）	53.64	62.47	59.84	60.41
在建工程（亿元）	46.02	47.50	19.89	20.75
无形资产（亿元）	76.38	101.86	94.76	97.69
其他非流动资产（亿元）	3.50	3.28	79.17	79.95
期末全部受限资产账面金额（亿元）	61.92	83.17	110.80	-
受限资产账面余额/总资产（%）	21.90	25.18	28.91	-

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 282.77 亿元、330.27 亿元、383.30 亿元和 393.67 亿元，随业务规模扩大而保持增长。公司资产以非流动资产为主，占资产总额约 75%，与业务特征相符。

该公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货等为主，2021 年末流动资产总额为 87.87 亿元。其中，货币资金为 34.73 亿元（其中受限货币资金为 0.58 亿元）；应收账款 17.48 亿元，较上年末大幅增长 69.67%，其中应收政府类客户合计 9.60 亿元、应收电网客户及再生能源补贴 6.75 亿元，对款项回收情况保持关注；存货为 12.20 亿元，主要为原材料 1.95 亿元、库存商品（产成品）5.82 亿元和开发成本 3.21 亿元。

该公司非流动资产以长期股权投资、投资类金融资产（可供出售金融资产、其他权益工具投资和其他非流动金融资产）、固定资产、在建工程和无形资产为主；根据解释第 14 号规定，PPP 项目合同会计处理变更后，固定资产、在建工程和无形资产部分资产转入其他非流动资产，导致 2021 年末其他非流动资产大幅增加。2021 年末，长期股权投资为 14.33 亿元，较上年末增长 68.59%，主要系公司收购南风股份 13.13% 的股份，对其能够实施重大影响，故将所持其股权由其他权益投资工具调整纳入长期股权投资核算；投资性金融资产合计 13.05 亿元，主要含广东省粤科科技小额贷款股份有限公司 1.25 亿元、广东天盈都市型产业投资发展有限公司 1.06 亿元、揭西农商行 2.50 亿元、广东南海农村商业银行股份有限公司 4.68 亿元等，投资较为分散；固定资产 59.84 亿元，较上年末减少 4.21%，主要系折旧计提及瀚蓝环境固废处理 PPP 项目期初调整转出；在建工程为 19.89 亿元，较上年末减少 58.13%，主要系瀚蓝环境固废处理 PPP 项目期初调整至其他非流动资产（36.40 亿元）；无形资产为 94.76 亿元，较上年末减少 6.97%，部分系 PPP 项目期初转出，部分系晋江固废一期工程拆出及部分项目经营效益未达预期、计提无形资产减值准备，期末包括 90.38 亿元特许经营权和 3.18 亿元土地使

<sup>5</sup> 新金融工具准则下，可供出售金融资产拆分为其他权益工具投资、其他非流动金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，其中前 2 项计入非流动资产，后 1 项计入流动资产。

用权；其他非流动资产为 79.17 亿元，瀚蓝环境期初 PPP 项目会计处理变更转入 64.62 亿元，其余主要系 PPP 合同应收款增加。

2022 年 3 月末，该公司总资产较上年末增长 2.71%。其中应收账款较上年末增长 17.49%、预付款项（含合同资产）较上年末增长 33.16%，其余主要科目较上年末变动不大。

该公司用于抵、质押的资产规模较大。2021 年末公司受限资产账面价值为 110.80 亿元，占总资产比例的 28.91%，其中主要为受限无形资产（43.11 亿元）和其他非流动资产（51.43 亿元），用于借款抵质押。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 26. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	93.39	86.62	99.28	101.33
速动比率（%）	70.93	64.97	76.84	76.40
现金比率（%）	40.18	36.10	39.34	34.53

资料来源：根据南海控股所提供数据整理。

该公司流动性相对较弱，受益于流动资产规模增长快于流动负债，2021 年末流动性指标有所提升，但仍一般，流动比率、速动比率和现金比率分别为 99.28%、76.84% 和 39.34%。

## 6. 表外事项

2021 年末，该公司对外担保余额为 8,550 万美元（约合人民币 5.43 亿元人民币），担保比率约为 3.44%。被担保对象为中国兴业控股有限公司（简称“兴业控股”，证券代码“00132.HK”）<sup>6</sup>，对兴业控股的 7,000 万美元担保额度为 2017 年新增，3,000 万美元为 2018 年新增。兴业控股主要业务为物业发展及投资、酒店经营及投资控股，整体经营业绩一般，2021 年净利润为 0.11 亿港元（上年为-0.66 亿港元），经营活动现金净流入-10.08 亿港元，公司存在一定的或有损失风险。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司业务集中于下属子公司，而本部主要承担管理和融资职能。其中子公司瀚蓝环境主要为自主融资，其他子公司主要由本部提供资金支持。2021 年末，集团本部资产总额 70.55 亿元，主要包括 6.14 亿元货币资金、7.01 亿元其他应收款、51.55 亿元长期股权投资和 5.68 亿元其他非流动金融资产；负债合计 18.57 亿元，主要包括 17.36 亿元刚性债务；年末资产负债率为 26.32%。2021 年实现营业收入 0.31 亿元，净利润 1.99 亿元，本部利润主要

<sup>6</sup> 该公司代理佛山市南海区国资局持有 PRIZERICHINC. 及其控股的中国兴业控股有限公司有关股权。

来自于投资收益。公司本部货币资金较充裕，且每年可收到稳定的投资收益补充权益，杠杆水平较低，债务偿付能力良好。

## 外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，截至 2021 年末，公司（含瀚蓝环境）从各大金融机构获得的授信额度共计共获得银行授信 411.85 亿元，其中 301.85 亿元尚未使用，尚有较大融资空间。

**图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	未使用授信额度
全部（亿元）	411.85	301.85
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	140.68	89.98
国家政策性金融机构（亿元）	10.90	0.56
其中：大型国有金融机构占比（%）	36.81	30.00

资料来源：根据南海控股所提供数据整理（截至 2021 年末）。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司实际控制人仍为南海区国资局。公司根据自身经营管理需要调整了组织架构，可满足现阶段的经营管理需要。公司关联交易规模较小，对日常经营影响小。

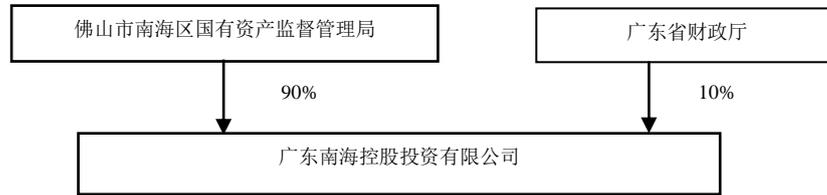
该公司主要业务包括发电及供汽、固废处理、能源、供水和排水，在南海区内具有很强的区域优势，另外固废业务依托南海区实现向全国范围拓展，近年来快速发展。2021 年，受益于运营的固废项目增加及“煤改气”推进，公司营业收入大幅增长；而受电力、天然气销售限价政策，而上游煤炭、天然气采购价格大幅上涨，部分业务有阶段性压力，营业毛利仅小幅增长。公司在建项目尤其固废处理项目投资规模较大，面临一定的投资压力，项目建成投运后，有望带动公司收入及盈利规模进一步增长，但对部分盈利能力偏弱的固废处理项目保持关注。

受固废处理项目资金需求增加影响，近年来该公司负债尤其刚性债务规模大幅上升，资产负债率总体呈增长趋势。公司刚性债务以中长期为主，即期债务偿还压力尚可。受固废处理业务资金回笼相对较慢的影响，公司营业收入现金率有所弱化。公司受限资产规模较大，对资产流动性有一定负面影响。公司对外担保对象经营业绩一般，存在一定的或有损失风险。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司固废处理业务运营及应收款项回收情况；（2）燃气业务上游原油价格波动及终端定价调整情况；（3）固废业务在建拟建项目投融资及资金平衡能力；（4）煤炭价格上涨对电力及供汽业务运营的影响；（5）资产受限情况及对流动性的影响。

附录一：

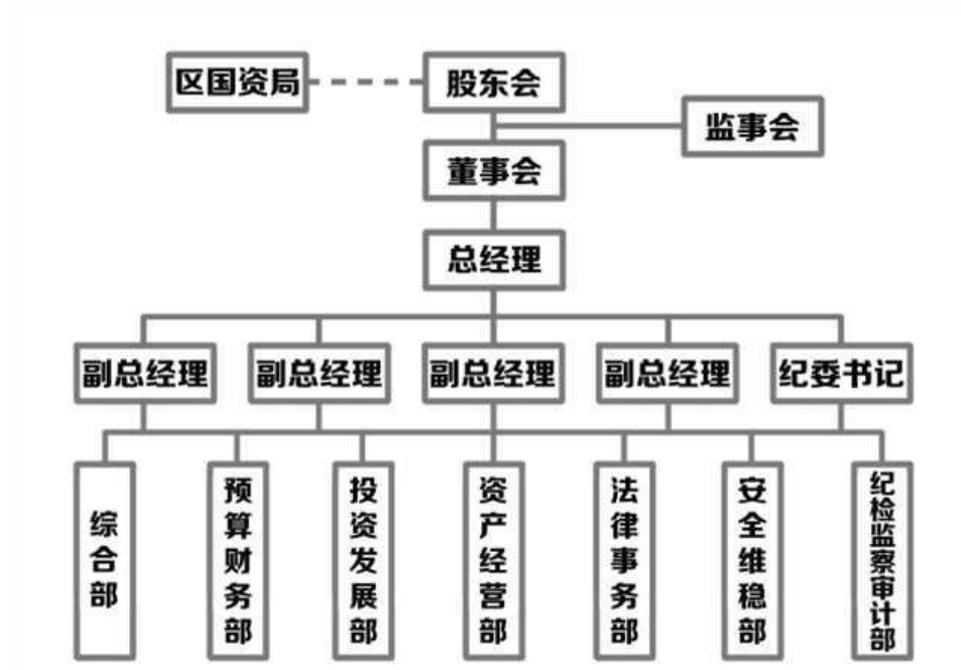
### 公司与实际控制人关系图



注：根据南海控股提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据南海控股提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
广东南海控股投资有限公司	南海控股	本级	-	-	17.36	51.98	0.31	1.99	-0.65	-	单体口径
佛山市南海景隆投资控股有限公司	景隆公司	核心子公司	100	电力销售及供汽	7.70	17.84	17.22	1.52	1.25	3.05	合并口径
瀚蓝环境股份有限公司	瀚蓝环境	核心子公司	31.81	固废、污水处理	121.97	105.36	117.77	11.86	8.78	28.13	合并口径

注：根据南海控股 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

## 附录四：

### 主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	282.77	330.27	383.29	393.67
货币资金 [亿元]	31.13	32.55	34.73	31.28
刚性债务[亿元]	98.37	128.21	150.72	163.12
所有者权益 [亿元]	122.41	135.01	157.79	158.91
营业收入[亿元]	82.61	93.49	140.09	31.61
净利润 [亿元]	13.35	14.78	15.26	1.81
EBITDA[亿元]	28.77	31.85	34.06	—
经营性现金净流入量[亿元]	17.12	22.07	8.16	-1.29
投资性现金净流入量[亿元]	-41.63	-45.46	-25.78	-11.35
资产负债率[%]	56.71	59.12	58.83	59.63
权益资本与刚性债务比率[%]	124.44	105.31	104.70	97.42
流动比率[%]	93.39	86.62	99.28	101.33
现金比率[%]	40.18	36.10	39.34	34.53
利息保障倍数[倍]	5.01	4.50	4.40	—
担保比率[%]	10.91	8.12	3.44	—
营业周期[天]	78.94	109.98	79.70	—
毛利率[%]	27.43	29.02	22.10	17.26
营业利润率[%]	19.27	19.57	13.09	7.87
总资产报酬率[%]	7.72	7.22	6.63	—
净资产收益率[%]	11.99	11.48	10.42	—
净资产收益率*[%]	10.83	9.70	8.65	—
营业收入现金率[%]	93.43	87.66	80.23	79.00
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	28.16	26.32	9.13	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.42	-13.16	-8.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.41	6.47	6.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.28	0.24	—

注：表中数据依据南海控股经审计的2019~2021年度及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

### 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[ (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	3
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	3
		流动性	6
	个体风险状况		2
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2012年7月31日	AA+/稳定	刘云、文婧	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2019年6月27日	AAA/稳定	吴晓丽、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月28日	AAA/稳定	胡颖、李佳卫	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月22日	AAA//稳定	胡颖、吴凡	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
债项评级 (17 南海 01)	历史首次评级	2017年8月29日	AA+	吴晓丽、刘云	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2019年6月27日	AAA	吴晓丽、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月28日	AAA	胡颖、李佳卫	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月22日	AAA	胡颖、吴凡	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 南海 01)	历史首次评级	2019年12月4日	AAA	吴晓丽、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月28日	AAA	胡颖、李佳卫	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月22日	AAA	胡颖、吴凡	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。