



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪496号

广州越秀集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州越秀集团有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十六日

广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

债券名称	广州越秀集团有限公司 2015 年公司 债券（第一期）		
发行主体	广州越秀集团有限公司		
发行规模	“15 广越 01”75 亿元 “15 广越 02”15 亿元		
存续期限	“15 广越 01”2015/09/18-2018/09/18 “15 广越 02”2015/09/18-2020/09/18		
上次评级时间	2016/6/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

越秀集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	507.56	526.37	665.48	669.97
总资产（亿元）	2,776.44	3,421.91	3,739.50	3,972.15
总债务（亿元）	1,639.44	2,228.83	2,375.00	2,554.86
营业总收入（亿元）	246.77	337.38	341.22	53.01
营业毛利率（%）	36.73	33.96	29.89	45.70
EBITDA（亿元）	83.32	86.55	107.33	-
所有者权益收益率（%）	6.96	6.41	6.41	2.5
资产负债率（%）	81.72	84.62	82.20	83.13
总债务/EBITDA（X）	19.68	25.75	22.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	2.35	2.41	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年 1 季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

张展葵 cyzhang@ccxr.com.cn

朱洁 zhujie@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 26 日

基本观点

跟踪期内，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了广州越秀集团有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）房地产、交通基建和金融等主要业务板块的稳健发展，继续保持了极强的竞争实力和良好的盈利能力。不过，中诚信证评也关注到公司债务规模持续上升、外部环境变化使其房地产及金融业务不确定性上升等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持越秀集团主体信用级别 AAA，评级展望为稳定；维持“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

正 面

- 综合竞争实力极强。公司系广州市政府直属企业，2016 年通过政府无偿划转股份取得越秀金控股权并获权实施管理，当年末总资产规模进一步上升至 3,739.50 亿元，且旗下拥有的四家上市公司越秀地产、越秀交通、越秀金控和创兴银行的行业知名度高、营运状况良好，公司继续保持着极强的综合竞争实力。
- 房地产板块销售业绩稳增，项目区域布局良好。作为公司最主要的收入及利润来源，2016 年公司房地产板块经营业绩稳步提升，全年合同销售金额及年末已售待结算资源分别增长 21.7%和 22.16%，且在建、拟建项目多位于一线及市场环境较好的重点二线城市，良好的区域布局有助于公司地产板块的稳健发展。
- 盈利能力及 EBITDA 对债务本息保障能力良好。公司凭借多元化的经营模式有效降低了经营性风险，2016 年净利润和 EBITDA 规模分别上升至 42.63 亿元和 107.33 亿元，盈利能力及 EBITDA 对债务本息保障能力依然良好。

关 注

- 债务压力较大，且未来仍存在一定的资金支出压力。随着各板块业务的持续发展，公司营运资金需求上升，2016 年末总债务增至 2,375.00 亿元，债务压力较大；且随着房地产板块在建、拟建项目的开发推进，亦将给公司带来一定的资金支出压力。
- 外部环境变化影响。房地产业务及证券等金融业务易受经济波动、监管政策调整影响，当前宏观经济下行压力较大、国内房地产市场调整加码、证券市场监管全面趋严使得公司业务发展的不确定性上升、相关业务发展面临的合规及竞争压力增大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项说明

2016 年 4 月，上市公司广州友谊（股票代码 000987.SZ）成功向广州越秀集团有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）收购广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称“金控集团”）100%股权，由单一的百货业务转型为“金融+百货”的双主业模式。2016 年 7 月，广州友谊名称正式变更为“广州越秀金融控股集团股份有限公司”（以下简称“越秀金控”），2016 年 8 月 1 日启用新的证券简称“越秀金控（000987.SZ）”，成为国内首个地方金控上市平台。

根据 2016 年 6 月广州市国资委与越秀集团签署的《关于广州友谊集团股份有限公司国有股份无偿划转协议》，广州市国资委将其所持有的越秀金控 12.56% 的股份无偿划转至公司，公司成为越秀金控第三大股东，广州市国资委将继续持有广州友谊 617,977,528 股股份，占总股本的 41.69%，为第一大股东。同时，根据 2017 年 4 月广州市人民政府国有资产监督管理委员会与公司签署的《关于广州越秀金融控股集团股份有限公司国有股份无偿划转协议》，广州市国资委将其持有的越秀金控股份 926,966,292 股及其滋生的股份（如有）无偿划转至公司。本次无偿划转完成后，公司将持有越秀金控 1,206,365,452 股股份，占越秀金控总股本的 54.2472%，广州市国资委不再持有越秀金控的股份，公司将成为越秀金控控股股东。2017 年 6 月 7 日上述股权转让事项已获得国务院国有资产监督管理委员会批准，但尚需中国证监会审核无异议后方可组织实施，中诚信证评将持续关注上述事项的进程情况。

公司作为广州市政府管理国有资产的重要平台，在与广州市国资委签署无偿划转越秀金控股权协议后，授权管理越秀金控，因此越秀金控已纳入公司 2016 年合并报表范围。作为上市金控平台，越秀金控的行业知名度及资本市场融资渠道显著提升，将较大程度利好于公司金融板块业务发展。

基本分析

作为广州市政府出资组建的集团公司，经过多

年的发展和结构优化，公司目前已形成地产、金融、交通基建、造纸、建材等业务板块，其中地产、交通基建和金融为公司的核心业务，主要经营主体分别为越秀地产股份有限公司（以下简称“越秀地产”，股票代码 00123.HK）、越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通”，股票代码 01052.HK）、越秀金控股份（股票代码 000987）和创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”，股票代码 01111.HK）。三大主业构成了公司营业收入的主要来源，造纸和其他业务则对公司收益形成有效的补充。

2016 年，公司整体经营稳健，全年实现营业收入 341.22 亿元，同比增长 1.14%，其中，地产业务收入 226.13 亿元，占比为 66.27%，是公司最主要的收入来源；金融业务收入 56.77 亿元，占比为 16.64%；交通基建业务收入 25.42 亿元，占比为 7.45%；造纸业务收入 19.73 亿元，占比为 5.78%；其他业务收入 13.17 亿元，占比为 3.86%。

表 1：2014~2016 年公司收入结构情况

单位：亿元、%

项目	2014		2015		2016	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
地产	157.74	63.92	224.01	66.40	226.13	66.27
金融	37.27	15.10	58.63	17.38	56.77	16.64
交通基建	18.94	7.68	22.76	6.75	25.42	7.45
造纸	19.41	7.87	18.94	5.61	19.73	5.78
其他	13.41	5.43	13.05	3.87	13.17	3.86
合计	246.77	100.00	337.38	100.00	341.22	100.00

注：其他中含内部抵销部分

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

金融板块

公司金融板块包括证券、期货、银行、融资租赁和私募股权投资等业务，其中银行业务板块经营主体为创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”），其余均由越秀金控负责。2016 年公司金融板块实现营业收入 56.77 亿元，同比下滑 3.17%，实现净利润 18.30 亿元，同比下滑 3.46%。当年公司金融板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为 16.64% 和 42.93%（均为合并抵销前数据，下同），主要来源于创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”）和广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）。其中，创兴银行实现营业总收入 26.74 亿港元，净利润

14.20亿港元；广州证券实现营业总收入29.45亿元，净利润9.65亿元。

越秀金控通过全资子公司金控集团直接控股广州证券、广州越秀融资租赁有限公司（以下简称“越秀租赁”）、广州越秀产业投资基金管理股份有限公司（以下简称“越秀产业基金”）等多个金融业务平台，并通过广州证券间接控股广州期货股份有限公司（以下简称“广州期货”）、广州证券创新投资管理有限公司（以下简称“广证创投”）等业务平台，基本形成以证券为核心的金融控股发展格局。其中，广州期货于2017年1月成功挂牌新三板，成为广东辖区首个挂牌新三板的期货公司。同时，截至2017年3月末，越秀金控通过下属全资子公司广州越秀金控持有广州证券67.235%的股权。根据越秀金控于2017年2月27日最新发布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）修订稿》披露，发行股份及支付现金购买广州证券32.765%股权事项，将以2016年6月30日为评估基准日的评估价值626,438.3611万元为交易对价；根据《发行股份及支付现金购买资产协议书》，以13.16元/股的价格向广州恒运等六名交易对方非公开发行股票合计438,023,068股，合计以股份支付对价金额576,438.3611万元，同时以现金支付对价金额5亿元。若本次交易完成后，越秀金控将直接和通过全资子公司广州越秀金控持有广州证券100%的股权。目前，上述事项处于中国证监会审核阶段，仍存在不确定性，中诚信证评将持续关注越秀金控上述相关资产购买事项及其对越秀集团可能造成的影响。

公司金融板块已形成了以证券和银行为核心的业务模式，并逐步完成全产业链布局，随着各类金融业务的快速发展，公司在金融板块的实力将不断增强

广州证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司，主要业务指标位于行业中上游水平，在2015年度证券公司的业绩排名中（母公司口径，未经审计），总资产、净资产和净资本排名分列第37、第34和第38，营业收入和净利润排名分别为第49和第58。2013~2016年，广州证券在券商分类评级

中被中国证监会评定为A类AA级，B类BB级、A类A级和B类BBB级。

广州证券业务较为全面，包括证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务、期货经纪业务、投资咨询业务等，2016年实现营业收入29.45亿元，上述业务占比分别为18.39%、26.18%、24.86%、18.75%、3.96%和1.15%，占比较上年分别增加-23.08、6.86、19.22、-10.24、0.50和-0.43个百分点。2016年证券市场行情整体较为低迷，广州证券的证券经纪和自营业务收入萎缩较快，但得益于投资银行业务和资产管理业务收入的较快增长，整体收入基本与上年持平。

近年来，广州证券加强渠道营销，优化营业网点布局，完善专业化服务体系建设。2016年，证监会广东监管局先后核准广州证券增加27家分公司及93家营业部，当年23家分公司和80家营业部获得工商营业执照并确定办公场地。截至2016年末，广州证券在全国31个省、市、自治区共设有133家证券营业部，其中16家位于广州市，15家营业部位于广东省其他区域，102家营业部分散在广东省外，主要分布于江苏、浙江、湖南等地区，营业网点全国性布局初步形成。

证券经纪业务规模随着证券市场的行情变化波动性较大；证券自营业务受到二级市场走势的影响投资收益波动较大。2016年，广州证券代理买卖股票交易总额为0.93万亿元，较上年下降0.9万亿元，市场份额为0.73%，较上年上涨0.01%；代理买卖基金交易总额为530.65亿元，较上年下降21.69亿元，市场份额为0.48%，较上年上涨0.12%。当年广州证券经纪业务实现营业收入5.42亿元，同比减少57.39%；同时，广州证券自营投资规模为139.30亿元，同比小幅下降，证券自营业务实现营业收入5.52亿元，同比减少37.86%。

广州证券投资银行业务主要包括股权融资、债券及结构化融资以及财务顾问等业务。股权融资业务方面，2016年IPO发行速度逐步加快，再融资全年审核与发行节奏基本平稳，广州证券完成天顺股份和亚翔集成共2单IPO项目，主承销金额4.07亿元，完成宝安地产、东华实业、白云山等10单

定增项目，承销金额 227.68 亿元，当年股票承销佣金收入 1.43 亿元。债务融资业务方面，2016 年债券融资市场发展迅猛，广州证券债务融资业务主承销项目完成 71 个，较上年增加 121.88%，同期承销金额为 626.18 亿元，较上年增加 155.81%，债券承销佣金收入 6.47 亿元。新三板市场扩容以来，随着市场发展迅猛，公司挂牌家数屡创新高。2016 年广州证券新三板业务完成挂牌项目 70 个，增幅达到 125.81%；同期，完成定增项目 39 个，定增金额为 8.00 亿元，较上年均有所下降，下降幅度分别为 11.36% 和 34.43%。

得益于资管、基金和私募股权投资行业规模呈上升态势，广州证券资产管理业务规模快速增长。截至 2016 年末，广州证券资产管理总规模为 2,267.71 亿元，同比增加 125.62%，其中定向资产管理规模和集合资产管理规模分别为 1,583.49 亿元和 684.21 亿元，同比分别增加 77.56% 和 504.05%。截至 2016 年末，广州证券共管理 32 个集合资产管理计划和 202 个定向资产管理项目，集合资管产品以偏债型产品为主，当年资产管理业务实现营业收入 7.32 亿元，同比增加 323.34%。

整体来看，2016 年证券市场行情较为低迷、证券经纪业务佣金率持续下行，广州证券经纪业务、自营业务业绩同比显著下滑，但投资银行业务发展态势良好，股权及债权融资承销规模增长较快，新三板及投行类业务竞争实力突出。

公司银行板块经营主体创兴银行，2016 年创兴银行依然以香港市场为核心经营区域，并不断巩固广州地区市场，在内地由 2014 年前仅有汕头分行，积极拓展至目前形成三间分行、四间支行，覆盖珠江三角洲地区的 3+4 业务网点布局，积极打造跨境特色的综合性商业银行。截至 2016 年末，创兴银行股本 54.36 亿港元，资产总额为港币 1,377.72 亿港元，同比增长 9.11%。经营指标方面，创兴银行 2016 年实现净利息收入 20.45 亿港元，同比增长 14.95%，净利润 14.20 亿港元，同比增长 18.99%，主要得益于当年净利息收入以及出售可供出售债务证券之净溢利增长。

融资租赁业务方面，由越秀租赁负责运营，截

至 2017 年 3 月末，越秀租赁注册资本 32.6 亿港元，在全国 6,000 多家租赁公司中排名 61 位。2016 年，越秀租赁实现融资租赁手续费及佣金收入 1.28 亿元。2016 年，越秀租赁融资租赁资金投放金额为 121.18 亿元，同比增长 33.33%。截至 2016 年末，越秀租赁融资租赁资产余额为 180.28 亿元，同比增长 12.48%。

产业基金方面，越秀产业基金成功发起设立广州国资国企创新投资基金，母基金首期规模 26.1 亿元，发起人包括 14 家广州市属国企。截至 2016 年末，该基金已募集资金 20.10 亿元。

资产管理业务方面，2016 年公司获准牵头设立广东省第二家地方资产管理公司，注册资本拟为 30 亿元。目前，广州资产管理有限公司已成立，越秀金控持股 38%。业务规划方面，明确“2+X”的业务格局，夯实传统收包业务和投资业务两大基础业务，借力基金子公司撬动社会资源，积极探索债转股、投融资、协同等领域。区域战略方面，第一阶段以珠三角、大湾区为核心；第二阶段构建专业化处置能力后，探索泛珠三角城市群和省外核心城市群。该业务未来将成为公司金融板块收入的重要增长点。

整体来看，公司金融板块已形成了以证券和银行为核心的业务模式，并逐步完成全产业链布局，2016 年公司金融板块的经营业绩表现良好；同时，在完成金融板块原主要经营主体金控集团的重大资产重组后，公司新增上市主体越秀金控，金融板块竞争实力进一步增强。

地产板块

地产板块是越秀集团最主要收入和利润来源之一。2016 年公司地产板块实现销售收入 226.13 亿元，同比增长 0.95%；取得净利润 18.38 亿元，同比上升 59.23%。当年公司地产板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为 66.27% 和 43.13%。

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数

据显示,2016年房地产企业累计完成房地产开发投资102,581亿元,同比增长6.9%,增速较上年上涨5.9个百分点;同年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元,同比分别增长22.4%和34.8%。从价格来看,2016年1~11月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势,2016年11月全国百城住宅成交均价达12,938元/平方米,较年初增长17.34%;其中一线城市住宅均价达40,441元/平方米,较年初增长20.60%;同期二线城市住宅均价达11,697元/平方米,较年初增长17.03%;三线城市住宅均价达7,359元/平方米,较年初增长8.82%¹。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降,2016年末全国商品房待售面积69,539万平方米,同比减少3.22%;但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力,价格亦难以上行,不同能级城市的商品住宅市场分化明显。

土地市场方面,在去库存的大背景下,2016年全国房地产用地供给继续收紧,但土地成交金额上涨明显,区域亦有所分化。2016年全国房地产建设用地供应面积为10,750万平方米,同比下降10.19%;同年房企购置的土地面积22,025万平方米,同比下降3.45%,但由于土地均价上升、溢价率持续高位,同期土地成交款约9,129亿元,同比上涨19.77%。其中,一线城市2016年的土地成交均价同比增加15.98%,涨幅较上年增加1.4个百分点,平均溢价率约47.06%;二线城市土地成交均价则同比上涨70.2%,涨幅较上年提升了56.2个百分点,平均溢价率达52.55%;而三线城市成交土地均价同比增加13.50%,平均溢价率为19.85%。

2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上,继续实施“因城施策”的政策引导,部分重点城市调控政策升级,行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素

2016年全国依旧维持去库存的房地产政策目

标,继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看,2016年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例,同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本;6月国务院办公厅出台《关于加快培育和发住房租赁市场的若干意见》指出,实行购租并举,培育和发展住房租赁市场,促进住房租赁市场健康发展,进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时,部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨,一线城市中以上海和深圳最为严厉;而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月,上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求;十一期间,全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策;11月以来,部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制,市场成交量收缩明显,行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄,行业兼并收购的趋势明显,集中度进一步上升,优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响,房企的利润空间不断侵蚀,盈利能力有所下滑,行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计,2016年销售额300亿元以上房企已完成及正在进行的并购案例已近100起,占行业并购数量的70%以上,资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时,资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企上榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元,同比上升51%,销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%,占比近一半;TOP20销售门槛提升最快,由2015年的358亿元大幅增至647亿元,同比提升了81%,销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%;而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元,同比上涨51.73%,占全国销售额的比重达到18.35%,较上年提升1.27个百分点,千亿房企已达12家。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳;二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州;三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。

越秀地产 2016 年合同销售金额增长较快，同时新增多幅土地项目，土地储备充足且一二线城市区域化布局进一步巩固，为公司地产板块未来经营业绩的保持奠定了良好基础

2016 年在“去库存、稳增长”等政策利好环境下，我国房地产市场整体销售表现强劲，越秀地产合理把握开发和销售节奏，抓住刚性和改善型需求大量释放的时机，加快去化力度，并借助其优势的项目资源分布，销售业绩实现较大幅度增长。2016 年越秀地产全年取得合同销售（连同合营公司项目的销售）金额约人民币 302.52 亿元，合同销售面积约为 233.00 万平方米，同比分别上升 21.7% 和 2.5%，均价约为 1.30 万元/平方米，同比上升 19.3%。按产品类型分，当年越秀地产销售合同金额中住宅约占 77.3%，商业、车位及其他产品约占 22.7%。

从销售区域来看，越秀地产以广州、杭州和武汉所在的珠三角、长三角和中部地区为三大增长区域布局项目资源。2016 年越秀地产销售合同金额中广州约占 43.1%、珠三角（除广州）约占 21.4%、长三角约占 16.5%、中部地区约占 13.4%、环渤海约占 5.6%。具体到项目城市来看，当年越秀地产销售仍主要来自于广州、武汉和杭州地区，2016 年上述三大城市实现的合同销售约占当年合同销售总额的 67.1%，其中广州市占当年合同销售总额的比重分别为 43.1%、武汉市占比为 13.4%、杭州市占比为 10.6%。2016 年公司项目布局城市房价上涨较快，上述三市成交均价同比上升 10%、7% 和 9%。

表 2：2016 年越秀地产房地产开发业务合同销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

城市	销售面积	销售金额	销售均价
广州	70.93	130.37	1.84
珠三角（除广州）	78.25	64.82	0.83
长三角	42.11	49.86	1.18
华中地区	21.61	40.44	1.87
环渤海	20.10	17.03	0.85
合计	233.00	302.52	1.30

资料来源：越秀地产年报，中诚信证评整理

从结算情况来看，2016 年越秀地产房地产开发业务结算收入约为人民币 195.3 亿元（含出售投资物业收入人民币 1.8 亿元），同比下降 8.6%；结算面积约为 184 万平方米（含出售投资物业面积约

0.62 万平方米），同比下降 7.5%。

表 3：2016 年越秀地产房地产开发业务销售结算情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

城市	结算面积	结算金额	销售均价
广州	49.03	66.53	1.36
珠三角（除广州）	41.48	35.98	0.87
长三角	52.76	44.34	0.84
华中地区	25.76	38.67	1.50
环渤海	15.08	9.75	0.65
合计	184.11	195.26	1.06

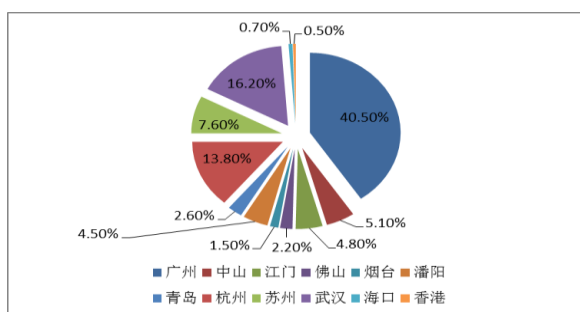
资料来源：越秀地产年报，中诚信证评整理

从结算区域来看，2016 年越秀地产广州市结算金额合计占当年结算总金额的比重由上年的 55.57% 下降至 34.07%，市外结算项目增多，当年结算均价约为 1.06 万元/每平方米，小幅下降。不过，截至 2016 年末越秀地产仍存 276.2 亿元已售待结算资源（同比增长 22.16%），待结算面积约为 216 万平方米，均价约为 1.28 万元/平方米，较大规模的待结算资源可为公司未来业绩提供一定保障。

项目运营方面，2016 年越秀地产为加快去库存和满足市场需求，新开工及竣工规模保持增长，当年原计划新开工面积 196 万平方米，实际新开工面积为 303.37 万平方米，同比增长 14.91%；当年原计划竣工面积 319 万平米，实际竣工面积 326.37 万平方米，同比增长 17.40%。

截至 2016 年末，越秀地产在建、拟建项目较多，合计规划建筑面积较大，后期仍有一定资金投入压力。从在建、拟建项目的区域分布来看，2016 年末越秀地产在建拟建项目中，广州地区占比最高，在建和拟建项目规划建筑面积占比分别为 41.95% 和 39.11%；武汉地区占比次之，在建和拟建项目规划建筑面积占比分别为 16.58% 和 15.89%；杭州在建和拟建项目规划建筑面积占比分别为 8.16% 和 19.29%。整体来看，当前越秀地产在建拟建项目集中于经济较发达的一线城市和重点二线城市，且区域布局相对分散，合理的区域布局也有利于分散其房地产开发业务风险。

图 1：2016 年末在建、拟建房产项目规划建筑面积分布图



资料来源：越秀地产年报，中诚信证评整理

项目储备方面，越秀地产土地获取以招拍挂为主，同时辅以合作开发、兼并收购等其他投资方式，并加大与投资基金和房地产企业合做开发力度。2016 年以来按照三大增长区布局项目的战略导向，越秀地产加大在广州、杭州和武汉市场的资源分配力度，截至 2017 年 2 月 23 日其于广州、杭州、武汉、青岛等六个城市新增优质土地项目 11 幅，总建筑面积约为 421 万平方米，按权益计算建筑面积约为 204 万平方米、应占土地金额约为人民币 105.8 亿元。

截至 2017 年 2 月 23 日末，越秀地产拥有的土地储备约为 1,462 万平方米，共 39 个项目分布于全国 12 个城市，区域布局持续优化。按权益计算，越秀地产应占土地储备约为 966 万平方米。从区域分布来看，上述土地储备中广州约占 40.5%、珠三角（除广州）约占 12.1%、长三角约占 21.4%、中部地区约占 16.2%、环渤海约占 8.6%、海南约占 0.7% 以及香港约占 0.5%。

此外，持有型物业方面，越秀地产目前经营的项目主要为商业、写字楼及停车场等。截至 2016 年末越秀地产直接持有出租性商业物业 88 万平方米，实现约人民币 5.2 亿元的租金收入，其中写字楼约占 33.1%、商业约占 50.0%、停车场及其他约占 16.9%；当年广州越秀金融大厦租金收入的实现带动直接持有物业租金收入同比增长 85.2%。同时越秀地产通过越秀房地产投资基金间接持有出租性商业物业约 74 万平方米，实现营业收入人民币 18.4 亿元，同比增长 7.5%。不过，值得注意的是由于运营表现低于预期，期内越秀地产所有的广州财富天地广场评估跌值约 3.8 亿元、佛山星汇云锦商

业部分评估跌值约 2.2 亿元，需持续关注相关项目的运营情况。

表 4：截至 2016 年末公司主要持有的经营性物业情况

项目	业态	出租面积（平方米）
越秀城市广场	车场	6,851
国际羽毛球培训中心	商业	14,330
越秀金融大厦	商业	208,332
佛山南海项目（在建）	商业	115,660
天河南住 4 区综合服务楼	商业	11,446
合计	-	356,619

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，2016 年房地产行业整体政策环境宽松、区域分化进一步显著，越秀地产依托品牌影响力及合理优质的项目布局，为公司地产板块经营发展奠定了良好基础，但仍需关注在建及储备项目量较大，后续面临的资金支出压力。

交通基建板块

交通基建板块是越秀集团主要收入和利润来源之一。受益于广州市内核心路产广州北二环高速的平稳经营，2016 年公司交通基建板块实现收入 25.42 亿元，同比增长 11.73%；实现净利润 11.66 亿元，同比上升 78.63%。当年公司交通基建板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为 7.45% 和 27.36%。

2016 年，我国经济增速继续放缓，结构调整带来的经济下行压力较大，对于高速公路行业收入增长造成一定压力。但广州市较好地经济发展水平，对区域高速公路行业发展提供了良好的外部环境

2016 年全年国内生产总值 744,127 亿元，比上年增长 6.7%，增速较上年下降 0.2 个百分点。其中，第一产业增加值 63,671 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 296,236 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 384,221 亿元，增长 7.8%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 8.6%，第二产业增加值比重为 39.8%，第三产业增加值比重为 51.6%。财政收入方面，全年全国一般公共预算收入 159,552 亿元，比上年同口径增加 6,828 亿元，增长 4.5%，增速同比降低 1.3 个百分点，其中税收收入 130,354 亿元，增加 5,432 亿元，增长 4.3%，同比减少 0.5 个百分点。总体来看，目前我国经济增速持续放缓，交通

运输业发展面临压力。

从汽车行业运行状况来看,2016年中国汽车产销呈现较快增长,产销总量再创历史新高,汽车产销分别完成2,811.9万辆和2,802.8万辆,比上年同期分别增长14.5%和13.7%,高于上年同期11.2和9.0个百分点。截至2016年末,汽车保有量达1.94亿辆,新注册量和年增量均达历史最高水平,私家车总量达1.46亿辆,每百户家庭拥有36辆,增长15.08%。汽车行业的增长将对我国高速公路的发展形成支撑。

2016年,广州市第一产业增加值240.04亿元,下降0.2%;第二产业增加值5,925.87亿元,增长6.0%;第三产业增加值13,445.03亿元,增长9.4%。第一、二、三次产业增加值的比例由上年的1.26:31.97:66.77调整为1.22:30.22:68.56。

广州市第三产业发达,其占GDP比重已超过60%,其中交通运输仓储和邮政业、批发和零售业增加值占第三产业增加值比重超过20%,在传统流通业方面仍居于华南地区物流中心和商贸中心地位。另外,广州市定位为华南金融中心,是华南地区融资能力最强的中心城市,也是全国外资银行第二批放开准入的城市,金融市场活跃。目前广州市金融机构发展迅速、门类齐全,同时随着金融对外开放步伐不断加快,外资金金融机构亦逐渐增多,金融业务规模日益扩大,金融服务水平不断提高。截至2016年末,广州市全部金融机构本外币各项存款余额47,530.20亿元,较年初增长10.9%;全部金融机构本外币各项贷款余额29,669.82亿元,较年初增长8.7%。2016年末,广州市共有证券分支机构311家,股票账户数1,230.03万户;期货公司6家,全年代理交易量5.40亿手,同比增长22.5%;保险法人机构3家,市场主体97家,全年保费收入1,166.2亿元,同比增长64.2%。

固定资产投资方面,2016年广州市全年完成固定资产投资额5,703.59亿元,比上年增长8%。分投资主体看,国有经济投资1,310.97亿元,增长0.7%;民间投资2,519.77亿元,增长5.3%;港澳台、外商经济投资1,114.15亿元,增长18.3%。从三次产业看,第一产业完成投资21.16亿元,比上年下

降37.4%。第二产业完成投资732.00亿元,下降6.1%;其中,工业完成投资713.92亿元,下降5.4%。第三产业完成投资4,950.43亿元,增长10.8%。

2016年国家出台打击货车非法改装和超限超载及推动货物通关便利化等多项收费公路相关政策,且持续推进《收费公路管理条例》的修订进程,行业发展面临一定的政策风险

2009~2015年,国家相继出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准等多项收费公路相关政策,虽然减轻了部分公路使用者的负担,但一定程度上对收费公路企业的经营业绩具有负面影响。

2016年以来,国家新出台打击货车非法改装和超限超载、调整完善收费公路政策及推动货物通关便利化等政策。2016年8月18日,交通运输部、工业和信息化部、公安部、工商总局、质检总局联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》,通过深入持续的综合治理,基本杜绝货车非法改装现象,基本消除高速公路和省干线公路超限超载。同日,交通运输部办公厅、公安部办公厅联合发布《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》,通过开展专项整治行动,进一步健全完善交通运输和公安部门治超执法联动机制,统一超限超载执法标准,严厉打击公路货车违法超限超载、强行冲卡等突出违法行为,有效预防货车道路交通事故,依法保护公路路产路权,为群众出行创造安全畅通的交通环境。

2016年9月26日,国务院办公厅转发了国家发展改革委《物流业降本增效专项行动方案(2016—2018年)》(以下简称“《方案》”),部署降低企业物流成本、提高社会物流效率工作,大力推进物流业转型升级和创新发展。《方案》从五个方面提出了21项具体措施。一、简政放权,建立更加公平、开放、规范的市场新秩序:1、优化行业行政审批,清理、归并和精简相关证照资质;2、深化公路、铁路、民航等领域改革,提高审批效率;3、优化货运车辆通行管控;4、推动货物通关便利化。落实信息互换、监管互认、执法互助,推进“单一窗口”建设和“一站式作业”改革,提高通关效率;5、

提升行业监管水平。二、降税清费，培育企业创新发展新动能：1、完善物流领域增值税政策；2、降低物流企业运输收费水平。抓紧修订《收费公路管理条例》，调整完善收费公路政策，科学合理确定车辆通行费标准，逐步有序取消政府还贷二级公路收费；3、规范物流领域收费行为；4、调整完善相关管理政策。落实“互联网+”行动要求，完善物流业相关管理政策，鼓励企业开展创新，支持依托互联网平台的无车承运人发展。研究完善交通运输业个体纳税人异地代开增值税专用发票管理制度。三、补短强基，完善支撑物流高效运行的设施和标准体系：1、建立与现代产业体系相匹配的国家级物流枢纽体系；2、健全有效衔接的物流标准体系；3、构建高效运行的多式联运体系；4、完善城市物流配送体系；5、健全农村物流配送网络。四、互联互通，建立协作共享和安全保障新机制：1、促

进物流信息互联共享，推动物流活动信息化、数据化；2、鼓励信息平台创新发展，发挥物流信息平台在优化整合物流资源、促进信息互联互通、提高物流组织化程度中的重要作用；3、完善物流行业诚信体系；4、加强物流业网络安全保障。五、联动融合，构建产业链共赢新格局：1、推动物流业与制造业联动发展；2、促进交通物流融合发展；3、促进商贸业与物流业融合发展。打击货车非法改装和超限超载政策，进一步加强了货车非法改装和超限超载治理工作，有助于保障公路设施和人民生命财产安全；推动货物通关便利化政策，主要通过落实信息互换、监管互认、执法互助，来推进“单一窗口”建设和“一站式作业”改革，并提高通关效率，有利于道路维护成本相对降低，高速公路通行能力将得到明显提升。

表 5：近年收费公路行业相关政策及主要内容

政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06.10	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07.24	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.10.04	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》	2016.08.18	加强车辆生产和改装监管；加强货物装载源头和路面执法监督；健全完善道路运输市场发展机制；健全完善治超工作机制。
《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》	2016.08.18	统一车货总重限值认定标准；建立健全联合执法机制；加强重点货运源头监管；严格实施“一超四罚”；加强高速公路入口检测管理；严查冲闯公路站点等违法行为。
《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018 年）》	2016.09.26	优化行业行政审批，清理、归并和精简相关证照资质；深化铁路货运改革，提高铁路资源利用率；优化货运车辆通行管控；推动货物通关便利化；通过全面推开营改增改革试点进一步消除重复征税，积极研究统一物流各环节增值税税率问题；降低物流企业运输收费水平，规范物流领域收费行为；补短强基，完善支撑物流高效运行的设施和标准体系；互联互通，建立协作共享和安全保障新机制；联动融合，构建产业链共赢新格局。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

《收费公路管理条例》是 2004 年 8 月 18 日国务院第 61 次常务会议通过的一个条例，由 2004 年 9 月 13 日国务院令 417 号公布，自 2004 年 11 月 1 日起施行。2015 年 3 月 11 日，高速公路收费办法开始进行修订，进行体制性改革，加强收费公路的管理。2015 年 7 月 21 日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费的高速公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费。2015 年 8 月 20 日，交通运输部完成了《收费公路管理条例》修订公开征求意见工作，在充分吸收社会反馈意见的基础上，进一步完善了条例的修订内容，并于 2015 年 12 月 17 日将《收费公路管理条例》（修订送审稿）正式上报，并将按照国务院的要求，积极配合有关部门加快推进《收费公路管理条例》的修订工作。《收费公路管理条例》的修订，能够在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养护发展资金。

总体来看，上述政策逐步对收费公路运营企业产生积极影响，全国收费公路通行费分配收入保持了持续增长态势，而作为对高速公路行业影响最直接的政策，中诚信证评将持续关注《收费公路管理条例》的修订进程和未来可能发生的变化，以及由此对公司高速公路运营业务产生的影响。

在我国铁路建设不断提速的背景下，高速公路受到一定分流影响

铁路建设的加快将对高速公路有一定的分流作用。由于铁路在长途运输的成本上要远远低于公路，从而将对公路形成直接的竞争。2016 年全国铁路行业固定资产投资完成 8,015 亿元，投产新线 3,281 公里，新开工项目 46 个，新增投资规模 5,500 亿元，截至 2016 年底，全国铁路营业里程达 12.4 万公里，其中高速铁路 2.2 万公里以上。旅客运输方面，全年完成旅客发送量 28.14 亿人，比上年增长 11.0%，旅客周转量 12,579.29 亿人公里，增长 5.2%。其中国家铁路旅客发送量 27.73 亿人，增长

11.1%，旅客周转量 12,527.88 亿人公里，增长 5.2%。近年来我国铁路建设正在不断提速，未来将以其运量大、成本低等优势对公路运输形成替代效应。

越秀交通核心路产所在区域经济高度发达，2016 年路产运营平稳，车流量和路费收入整体上呈稳定增长态势，整体经营状况良好，且随着湖北随岳南高速等收购的项目逐渐进入成熟阶段，有助于提升公司交通基建板块收入水平

越秀交通采用投入周期更短的收购+运营的经营模式，截至 2016 年末拥有控股权项目的总收费里程达到 337.10 公里，权益里程约 281.10 公里；合营及联营项目应占权益里程为 77.30 公里，归属公司的权益里程合计为 358.40 公里。

2016 年，主要得益于湖北随岳南高速纳入合并报表以及广州北二环高速收入增长，越秀交通实现营业收入 25.19 亿元，同比增长 13.16%；同时，相关合营企业和联营公司经营状况较好，成本有所降低，利润增长较快，当年获得投资收益 3.39 亿元，同比增长 31.5%。从控股收费道路的经营情况来看，越秀交通控股的收费道路有广州北二环高速、陕西西临高速、广西苍郁高速、天津津保高速、湖北汉孝高速、湖南长株高速、湖北随岳南高速和河南尉许高速。其中：广州北二环高速、河南尉许高速、陕西西临高速是公司主要的收入来源。

（1）广州北二环高速是公司最主要的收费道路资产，受汽车保有量增长、地区经济发展向好以及广东省实施货车全计重收费等多重利好影响，2016 年路费收入（扣除税项）为 10.28 亿元，同比增加 12%；（2）河南尉许高速受益于地区货运需求回升和治超新政的实施，2016 年路费收入（扣除税项）2.78 亿元，同比增加 4.9%；（3）陕西西临高速收费权限已于 2016 年 9 月 30 日到期并移交政府，对公司未来的收入造成一定影响。2016 年路费收入（扣除税项）2.00 亿元，同比减少 22.8%；（4）湖南长株高速 2016 年路费收入（扣除税项）2.23 亿元，同比增加 6.5%；（5）湖北随岳南高速是公司于 2015 年 7 月完成收购的新资产，因受益于湖北省自 2016 年 6 月起实施的高速公路“一降两惠”政策，路费收入同比上升。2016 年路费收入（扣除税项）4.15

亿元，同比增加 109.1%；（6）湖北汉孝高速受益于地区经济增长和汽车保有量增加，2016 年路费收入（扣除税项）1.53 亿元，同比增加 12.7%；（7）天津津保高速相邻的津静公路交通管制，部分货车绕

行津保高速，2016 年路费收入（扣除税项）0.97 亿元，同比增加 7.3%；（8）广西苍郁高速受益于周边路段建成通车带来的路网贯通效应，2016 年路费收入（扣除税项）0.85 亿元，同比增加 31.3%。

表 6：截至 2016 年末越秀交通投资经营的公路和桥梁情况

	道路/桥梁名称	收费公里数	公路类别	所占权益（%）	剩余经营年限（年）
控 股 项 目	广州北二环高速	42.5	高速公路	60.00	16
	陕西西临高速	20.1	高速公路	100.00	-
	广西苍郁高速	23.3	高速公路	100.00	14
	天津津保高速	23.9	高速公路	60.00	14
	湖北汉孝高速	38.5	高速公路	100.00	20
	湖南长株高速	46.5	高速公路	100.00	24
	河南尉许高速	64.3	高速公路	100.00	19
	湖北随岳南高速	98.1	高速公路	70.00	24
联 营 合 营 项 目	广州西二环高速	42.1	高速公路	35.00	14
	虎门大桥	15.8	悬索桥梁	27.78	13
	广州北环高速	22	高速公路	24.30	7
	汕头海湾大桥	6.5	悬索桥梁	30.00	12
	清连高速	215.2	高速公路	23.63	18

资料来源：越秀交通定期报告，中诚信证评整理

从日均车流量来看，越秀交通控股项目中，广州北二环高速的日均车流量最高，2016 年日均收费车流量达到 19.42 万辆，受益于广东区域经济向好及汽车保有量增加，2016 年该路段日均车流量同比增幅达到 14.30%。陕西西临高速日均车流量排名第二，由于该项目经营期已于 2016 年 9 月 30 日结束，其车流量变化对于越秀交通未来收入没有实质影响。天津津保高速日均车流量排名第三，2016 年日均收费车流量为 2.70 万辆，同比增长 4.65%。受益于区域经济及汽车保有量的快速增长，2016 年湖北汉孝高速日均收费车流量为 2.38 万辆，同比大幅增长 25.93%。受益于长沙绕城高速东北、东南段建成通车以后区域经济快速发展，2016 年湖南长株高速日均收费车流量 2.06 万辆，同比增长 9.57%。2016 年，河南尉许高速日均收费车流量达到 1.72 万辆，同比增长 6.83%。2016 年，湖北随岳南高速日均车流量为 1.63 万辆，比增长 4.00%。2016 年，受益于贵梧高速通车后带来的协同效应，广西苍郁高速日均收费车流量大幅回升至 1.10 万辆，同比大幅增长 51.40%。

表 7：2015~2016 年公司控股道路收入情况

	单位：亿元	
项目名称	2015	2016
广州北二环高速	9.18	10.28
陕西西临高速	2.59	2.00
广西苍郁高速	0.65	0.85
天津津保高速	0.91	0.97
湖北汉孝高速	1.36	1.53
湖南长株高速	2.09	2.23
河南尉许高速	2.65	2.78
湖北随岳南高速	1.99	4.15

注：受营改增影响，2016年5月起业务收入以不含增值税形式记账，为便于比较，此表中2016年及2015年收入以扣除营业税的数据列示

资料来源：越秀交通定期报告，中诚信证评整理

联营公司方面，日均车流量较大的有虎门大桥和广州北环高速。虎门大桥2016年日均收费车流量达到10.74万辆，同比增长7.62%。广州北环高速2016年日均收费车流量为30.71万辆，同比增长13.1%。

根据各项目所属区域收费政策的不同，位于广东省和河南省的项目车型按照一至五类划分；其他区域的项目车型按照客货划分。从车型来看，2016 年公司在广东和河南区域以一类车为主，其次是三类车与五类车。陕西西临高速于 2016 年 9 月 31 日

经营期结束，已按协议移交政府，同时陕西西临高速在 2016 年度内实施“四改八”改扩建工程，期间实施交通管制，收费车流变化较大，2016 年 1~9 月越秀交通对其路费收入主要根据改扩建协议以 2014 年的实际收入为基数按 3.5% 递增确认。其他区域中，除天津津保高速货车流量大于客车流量外，其他区域均以客车为主要车型。

表 8：2015~2016 年公司收费道路日均车流状况

单位：万辆

	项目名称	2015 年	2016 年
控股项目	广州北二环高速	16.99	19.42
	陕西西临高速	2.22	4.42
	广西苍郁高速	0.73	1.10
	天津津保高速	2.58	2.70
	湖北汉孝高速	1.89	2.38
	湖南长株高速	1.88	2.06
	河南尉许高速	1.61	1.72
	湖北随岳南高速	1.57	1.63
联合合营	广州西二环高速	5.03	5.86
	虎门大桥	9.98	10.74
	广州北环高速	27.15	30.71
	汕头海湾大桥	2.12	2.64
	清连高速	3.33	3.68

资料来源：越秀交通定期报告，中诚信证评整理

养护开支方面，越秀交通养护开支分为日常保养和专项养护，2015 年对各路段均进行了大修工

程，大修后路面质量较好，导致 2016 年养护支出下降。2016 年日常保养和专项养护费用分别为 3,619.53 万元和 7,468.17 万元，同比减少 18.22% 和 15.97%，且当年未发生大修开支。

总体来看，越秀交通路产运营平稳，车流量和路费收入整体上呈稳定增长态势，整体经营状况良好，未来随着湖北随岳南高速等收购的项目逐渐进入成熟阶段，公司交通基建板块收入具有一定的增长空间。

其他板块

公司其余板块主要为造纸和发展业务，其中发展业务包含建材业务以及自身较为零散的项目，包括少量大厦物业、香港隧道经营权和外贸业务等。造纸板块是公司收入的主要来源之一，2015 年公司停止对涂布纸的生产，仅生产新闻纸和环保书写纸。受行业景气度较低影响，造纸板块整体产品产量及业务规模呈现下降趋势，2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司造纸板块分别实现收入 19.41 亿元、18.94 亿元、19.73 亿元和 4.39 亿元。公司建材业务经过优化整合，淘汰低效产能后，转为与越秀地产协同发展，全年建材配送业务取得一定发展，但整体经营压力依然较大。

表 9：2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司造纸板块情况

产品	2014		2015		2016		2017.1~3	
	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)
新闻纸	46.43	16.21	43.92	15.72	40.37	13.54	7.14	2.88
涂布纸	5.16	0.02	-	-	-	-	-	-
其他	-	3.18	-	3.22	-	6.19	-	1.51
合计	-	19.41	-	18.94	-	19.73	-	4.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，公司已形成以地产、金融和交通基建为核心的多元化经营模式，主要板块业务继续保持了平稳发展态势。但中诚信证评关注到，当前宏观经济下行风险较大，房地产市场调控加码以及证券市场竞争激烈、监管趋严等因素对相关业务板块经营带来的压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师

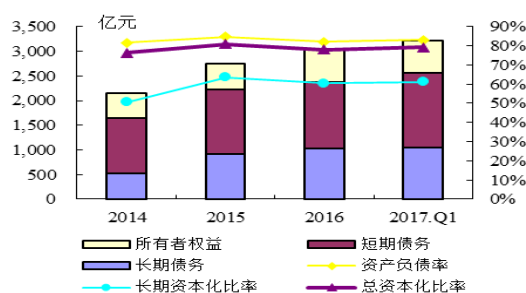
事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2014~2016 年财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。所有数据均为合并口径，其中 2014 年和 2015 年财务数据分别采用报表重述数。

资本结构

2016 年公司主要业务板块经营表现良好，资产规模呈现稳定增长态势，年末资产总额 3,739.50 亿

元，较上年增长9.28%。同期末，公司负债合计3,074.01亿元，同比增长6.16%。自有资本方面，2016年末公司所有者权益合计665.48亿元，同比仅增长26.43%，主要来源于2016年并表子公司越秀金控定向增发（募集资金100亿元），带来的少数股东权益增长。财务杠杆方面，2016年末公司资产负债率和总资本化比率分别为82.20%和78.11%，较上年分别下降2.41和2.78个百分点。2017年1季度公司继续保持了良好的发展态势，资产规模进一步扩大，3月末总资产上升至3,972.15亿元，负债总额为3,302.18亿元，资产负债率和总资本化比率分别为83.13%和79.22%。

图 2：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

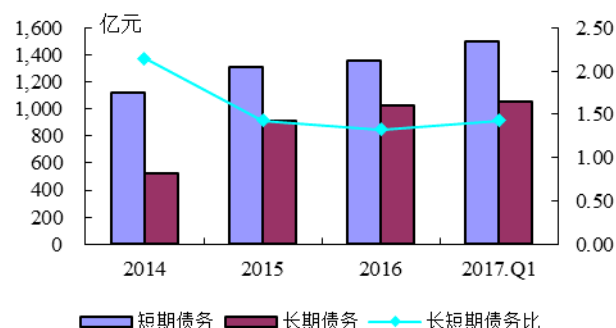
资产结构方面，2016年末公司依然维持了流动资产和非流动资产相当的资产结构，其中流动资产合计1,882.58亿元，占资产总额50.34%，主要由货币资金和存货构成。具体来看，当年旗下多家子公司通过发行债券和股权融资，随着募集资金的到位，年末公司货币资金增长较快，为679.28亿元，较上年末增加108.61亿元，主要为银行存款，该部分资产的流动性良好；同期存货余额为723.56亿元，主要来源于公司造纸等实业板块以及房地产业务的土地储备及开发成本。非流动资产方面，当年末公司非流动资产合计1,856.92亿元，主要包括银行业务产生的发放贷款及垫款（634.16亿元）、可供出售金融资产（360.85亿元）、融资租赁业务产生的长期应收款（167.03亿元）、以自持的出租型物业为主的投资性房地产（161.62亿元）、长期股权投资（152.68亿元）以及固定资产72.50亿元等。

负债方面，2016年末公司流动负债合计1,962.72亿元，占负债总额的63.85%，主要由短期借款、吸收存款及同业存放、一年内到期的非流动

负债等构成；同期，非流动负债合计1,111.29亿元，主要包括长期借款以及应付债券等。公司地产、金融、交通基建等业务资金需求较大，同时随着各项业务的不断发展，公司负债规模呈现逐步扩张态势。

债务结构方面，截至2016年末公司总债务2,375.00亿元，较上年同期增长6.56%；其中短期债务为1,353.33亿元，长期债务为1,021.67亿元，年末短期债务/长期债务比为1.32倍，较2014的2.15倍和2015年的1.43倍继续下降，债务期限结构不断改善。

图 3：2014~2017.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司经营较为稳健，资产规模保持增长态势，且直接融资渠道顺畅，多支公司债券的成功发行持续调整了公司的债务期限结构。

盈利能力

2016年公司实现营业总收入341.22亿元，2017年1~3月实现总营业收入53.01亿元，较为稳健的经营风格，使得营业收入水平与上年同期基本持平。

营业毛利率方面，公司房地产、交通、金融等核心业务板块毛利率较高，而房地产业务毛利率随着每年结转项目的不同呈现一定的年度差异性。受此影响，公司营业毛利率存在一定的年度波动，2016年营业毛利率为29.89%，较上年下降4.07个百分点；2017年1~3月营业毛利率上升至45.70%，主要系因房地产板块结算收入较少。

表 10: 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月年公司收入和毛利率情况 (亿元、%)

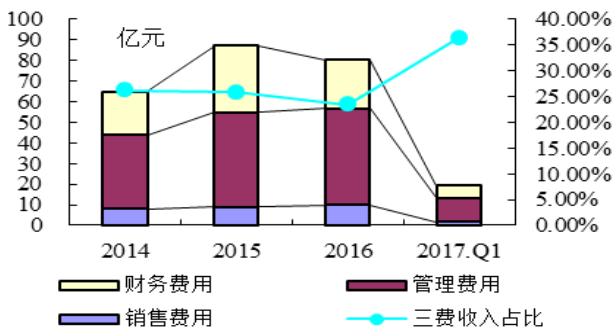
项目名称	2015		2016		2017.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产收入	224.01	26.97	226.13	22.23	22.62	24.25
交通基建收入	22.76	69.24	25.42	68.50	6.13	71.86
金融收入	58.63	99.74	56.77	99.41	12.04	99.79
造纸收入	18.94	12.08	19.73	9.72	4.39	-0.94
其他收入	13.05	12.29	13.17	31.92	7.83	28.70
合计/综合	337.38	41.07	341.22	38.17	53.01	45.56

注：表中毛利率使用营业总收入（含利息收入，手续费及佣金收入）计算得出，故与首页及附表列示毛利率不一致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2016年随着纳入公司合并范围子公司数量的增加，合并范围的员工工资等费用支出相应提高，当年管理费用上升至46.58亿元；财务费用方面，公司债务规模持续扩张，利息支出逐年增加，但当年通过加强外汇风险管理，获得汇兑净收益3.00亿元，财务费用规模有所下降，为23.56亿元。2016年公司三费合计80.15亿元，较上年减少7.89%，三费收入占比下降至23.49%，但整体看仍大幅吞噬经营所得，费用控制力有待提升。

图 4: 2014~2017.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失、投资收益及营业外损益等构成。当年公司营业毛利率进一步下滑，但业务保持增长，加之三费规模下降，全年经营性业务利润同比增长13.27%，为29.72亿元。

当年公司取得投资收益27.43亿元，较上年度增加18.95亿元，增幅达223.32%，主要来源于可供出售金融资产等取得的投资收益4.68亿元、权益法核算的长期股权投资收益7.44亿元和出售金控集团股权给广州友谊取得的投资收益14.19亿元。

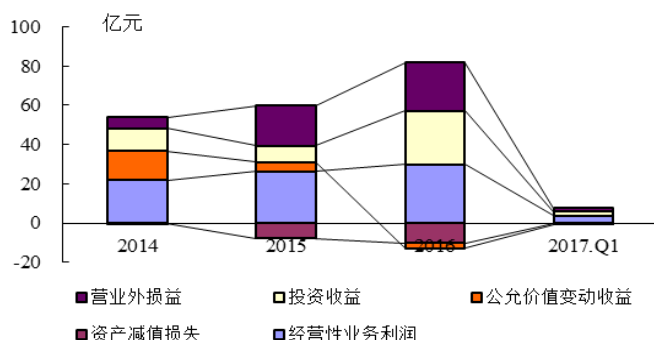
同期，公司取得营业外损益24.50亿元，同比增

长20.97%，主要为政府补贴收入和广州造纸集团有限公司土地拍卖所得（26.89亿元，较上年增加11.56亿元），根据《关于解决广纸环保搬迁项目资金来源问题的意见》政府将按照土地拍卖所得的65%并不低于45亿元的总规模，通过增资和拨款的方式划拨给广州造纸集团有限公司，2015年完成以上土地拍卖，广州造纸集团有限公司享有土地拍卖所得74.96亿元，截至年末广州造纸集团有限公司累计收到土地拍卖所得74.56亿元，未来公司的营业外收入规模将下降。

资产减值损失方面，2014~2016年公司资产减值损失分别为0.01亿元、7.83亿元和10.28亿元，2015年以来公司其他业务板块中建材及造纸业务受行业景气度低迷影响，整体经营状况不佳，加之部分产品线关停，相关资产的减值准备计提规模较大，其中2016年由此发生固定资产减值损失8.84亿元，使得资产减值损失规模进一步扩大。中诚信证评将持续关注上述板块经营状况及其对公司盈利水平的影响。此外，公司投资性房地产按公允价值计量，2016年地产板块物业评估跌值，当年发生公允价值变动损失2.54亿元，当前宏观经济下行风险较大，且为抑制房价过快上涨，楼市调控加码，公司地产板块物业评估价值存在进一步下降风险。

整体看，2016年公司实现利润总额68.84亿元，同比上升32.77%；取得净利润42.63亿元，同比增长26.30%，虽然盈利规模提升主要得益于不具备持续性的非经营性业务利润，但其主要业务板块发展趋势良好，能为其经营业绩提高提供有效保障。

表 5：2014-2017.Q1 公司利润总额构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

偿债能力

截至 2016 年末公司总债务规模为 2,375.00 亿元，同比增长 6.56%，短期债务/长期债务为 1.32 倍；2017 年 3 月末总债务规模为 2,554.86 亿元，短期债务/长期债务为 1.43 倍，刚性债务规模持续增长，但债务的期限结构继续处于相对合理水平。

公司 EBITDA 主要由利息支出及利润总额构成。受益于利息支出及利润总额的增长，2016 年公司 EBITDA 为 107.33 亿元，较上年同期增加 24.00%。从 EBITDA 对债务本息保障程度来看，公司 2016 年总债务/EBITDA 指标为 22.13 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.41 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力依然良好。

表 11：2014-2017.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
EBITDA (亿元)	83.32	86.55	107.33	-
经营活动净现金流 (亿元)	-66.29	-15.64	-33.14	-49.83
短期债务 (亿元)	1,119.12	1,312.50	1,353.33	1,504.00
长期债务 (亿元)	520.33	916.32	1,021.67	1,050.86
总债务 (亿元)	1,639.44	2,228.83	2,375.00	2,554.86
经营净现金流/总债务 (X)	-0.04	-0.01	-0.01	-0.08
经营净现金流/利息支出 (X)	-2.06	-0.42	-0.74	-
总债务/EBITDA (X)	19.68	25.75	22.13	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.59	2.35	2.41	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营性现金流方面，近年来公司房地产业务板块开发力度较大，使得公司较多的营运资本沉淀于存货等资产，受此影响，公司经营性现金流呈现净流出状态。2016 年公司经营活动净现金流为-33.14

亿元，同期经营活动净现金流/总债务为-0.01 倍；经营活动净现金流利息保障倍数为-0.74 倍。

财务弹性方面，截至 2017 年 3 月末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为 2,904.99 亿元，其中尚未使用额度为 2,042.44 亿元，流动性充足。

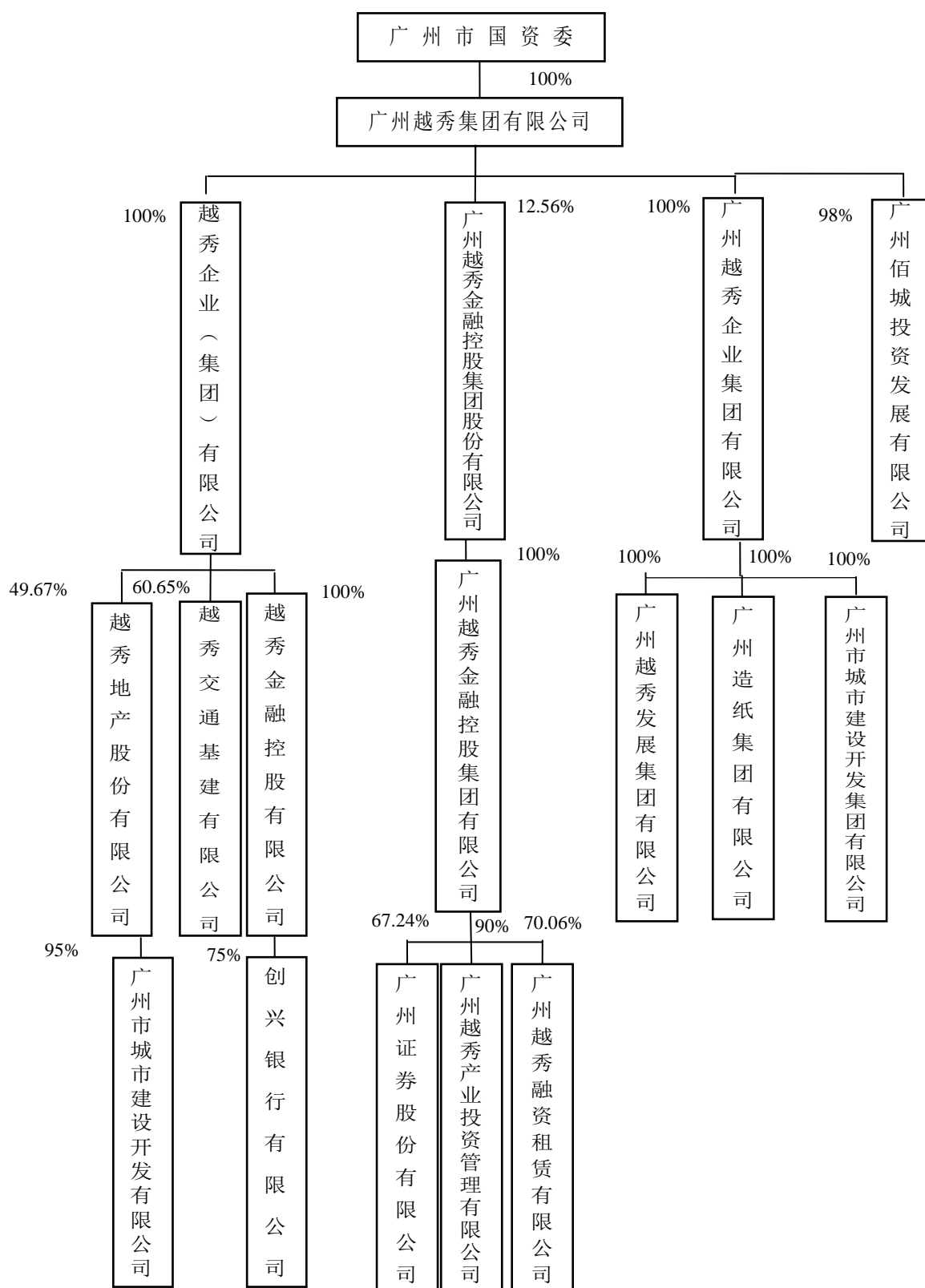
或有事项方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.63 亿元，主要系对金鹰基金管理有限公司的担保。

综合来看，公司房地产、金融、交通基建等板块发展态势良好，具备很强的盈利能力，能推动其利润的积累和自有资本实力的增强，并对债务本息的偿付提供良好保障；同时，公司主要业务板块经营主体为国内主板或联交所上市公司，股权及债务融资渠道畅通，亦能有效降低公司的偿债风险。

结 论

综上，中诚信证评维持广州越秀集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

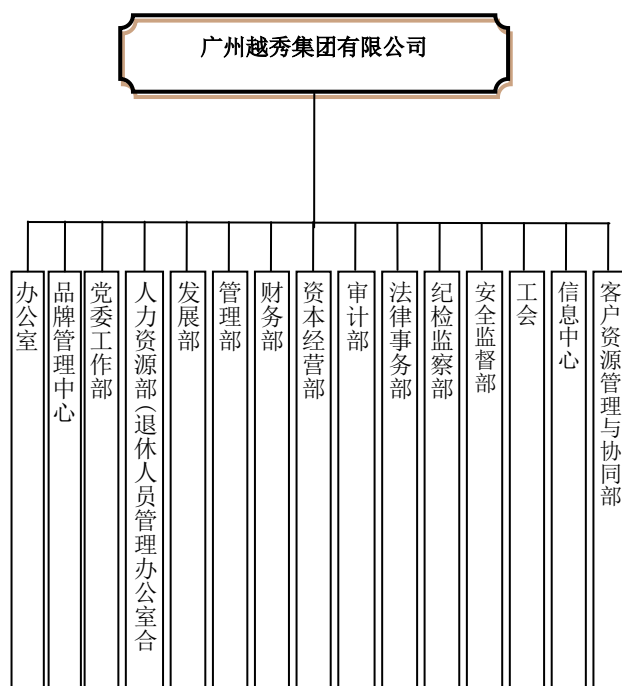
附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



注：1、公司持有广州越秀金融控股集团股份有限公司股权比例为 12.56%，但对其形成实际控制，故纳入合并报表；2、股权结构图主要披露集团下属重要子公司。

资料来源：公司提供

附二：广州越秀集团有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：广州越秀集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	5,012,011.70	5,706,727.90	6,792,824.48	6,284,462.30
应收账款净额	138,275.74	171,950.58	112,266.64	117,175.17
存货净额	6,180,100.56	6,566,632.44	7,235,631.41	7,216,056.88
流动资产	14,612,482.28	17,196,084.54	18,825,769.85	19,692,680.59
长期投资	3,762,009.22	5,617,932.16	5,648,262.33	6,110,627.82
固定资产合计	2,381,121.60	2,472,937.84	2,487,731.70	2,452,988.33
总资产	27,764,389.94	34,219,103.61	37,394,971.88	39,721,534.86
短期债务	11,191,166.38	13,125,046.06	13,533,283.42	15,040,049.59
长期债务	5,203,280.11	9,163,230.75	10,216,720.29	10,508,587.68
总债务（短期债务+长期债务）	16,394,446.49	22,288,276.82	23,750,003.71	25,548,637.27
总负债	22,688,786.32	28,955,437.02	30,740,134.21	33,021,793.85
所有者权益（含少数股东权益）	5,075,603.62	5,263,666.59	6,654,837.67	6,699,741.01
营业总收入	2,467,667.03	3,373,767.31	3,412,214.19	530,050.69
三费前利润	866,393.34	1,132,489.13	1,098,694.70	231,462.03
投资收益	114,050.60	84,829.62	274,274.55	20,416.80
净利润	353,146.35	337,513.74	426,284.02	41,835.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	833,223.18	865,532.17	1,073,297.48	130,198.44
经营活动产生现金净流量	-662,936.12	-156,360.89	-331,390.34	-498,325.44
投资活动产生现金净流量	215,223.90	-735,391.77	1,993,515.81	-253,858.82
筹资活动产生现金净流量	3,010,820.74	1,415,080.60	-565,817.68	254,164.36
现金及现金等价物净增加额	2,568,486.37	533,925.97	1,097,757.97	-500,410.93
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	36.73	33.96	29.89	45.70
所有者权益收益率（%）	6.96	6.41	6.41	2.50*
EBITDA/营业总收入（%）	33.77	25.65	31.45	-
速动比率（X）	0.54	0.57	0.59	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	-0.01	-0.01	-0.08*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	-0.01	-0.02	-0.13*
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.06	-0.42	-0.74	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	2.35	2.41	-
总债务/EBITDA（X）	19.68	25.75	22.13	-
资产负债率（%）	81.72	84.62	82.20	83.13
总资本化比率（%）	76.36	80.90	78.11	79.22
长期资本化比率（%）	50.62	63.51	60.56	61.07

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理；

2、公司其他流动负债、长期应付款以及其他非流动负债中均包含有息债务，故将其分别调整至短期债务和长期债务计算相关债务指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+衍生金融负债+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产款

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。