

## 广州越秀集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）、 2016 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：张 卡 [kzhang01@ccxi.com.cn](mailto:kzhang01@ccxi.com.cn)

项目组成员：胡玲雅 [lyhu@ccxi.com.cn](mailto:lyhu@ccxi.com.cn)

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 18 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0851号

## 广州越秀集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 广越 02”、“16 广越 01”、“16 广越 02”、“16 广越 03”和“16 广越 04”信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十八日

**评级观点：**中诚信国际维持广州越秀集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 广越 02”、“16 广越 01”、“16 广越 02”、“16 广越 03”和“16 广越 04”信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司重要的主体地位和强大的股东支持、产业发展保持较强的业务竞争力、盈利能力极强、融资渠道极其畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模上升较快，资产负债率处于较高水平、疫情或对公司交通板块产生较大冲击等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

广东越秀（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	4,295.64	5,174.61	6,320.97	6,452.40
所有者权益合计（亿元）	658.70	840.84	1,114.79	1,168.90
总债务（亿元）	1,592.06	1,909.96	2,346.72	2,379.72
营业总收入（亿元）	372.68	448.21	586.01	94.66
净利润（亿元）	38.43	49.85	75.24	37.94
EBITDA（亿元）	102.44	141.18	179.75	--
经营活动净现金流（亿元）	-7.61	111.33	262.43	-100.20
资产负债率(%)	84.67	83.75	82.36	81.88
广州越秀（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	577.77	714.29	715.35	740.52
所有者权益合计（亿元）	98.04	169.99	265.71	267.35
总债务（亿元）	320.14	308.88	353.31	347.98
营业总收入（亿元）	0.28	0.30	0.31	0.05
净利润（亿元）	-8.38	-9.29	8.59	1.64
EBITDA（亿元）	2.76	6.60	24.40	--
经营活动净现金流（亿元）	73.50	-47.55	13.44	25.04
资产负债率(%)	83.03	76.20	62.86	63.90

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 正 面

■ **公司重要的主体地位和强大的股东支持。**作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，近年来公司得到其股东广州市人民政府在资金补助、资产注入与划拨等方面的大力支持。

■ **产业发展保持较强的业务竞争力。**经过多年发展，公司已形成以金融、房地产、交通基建和食品板块为核心的多元化经营格局，具有较强的业务竞争力。2019 年，地产板块引进新的战略投资者，并取得一系列优质的项目资源以支持业务的持续发展。

#### 同行业比较

2019 年同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广州越秀集团股份有限公司	6,320.97	1,114.79	82.36	586.01	75.24	262.43
广州金融控股集团	6,383.26	552.96	91.34	151.62	34.24	-190.97

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 广越 03	AAA	AAA	15.00	15.00	2016/03/09~2023/03/09（5+2）
16 广越 04	AAA	AAA	15.00	15.00	2016/03/09~2023/03/09（5+2）
16 广越 01	AAA	AAA	20.00	20.00	2016/01/27~2023/01/27（5+2）
16 广越 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2016/01/27~2026/01/27（7+3）
15 广越 02	AAA	AAA	15.00	15.00	2015/09/18~2020/09/18

展。

■ **盈利能力极强。**公司各业务板块持续发展，营业收入逐年上升，且各业务板块盈利空间较大，公司整体盈利能力极强。

■ **融资渠道极其畅通。**公司下属拥有越秀地产股份有限公司（股票代码 00123.HK，以下简称“越秀地产”）、越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK，以下简称“越秀交通”）、广州越秀金融控股集团股份有限公司（股票代码 000987，以下简称“越秀金控”）、创兴银行有限公司（股票代码 01111.HK，以下简称“创兴银行”）和越秀房地产投资信托基金（股票代码 00405.HK）五家境内外上市企业以及基金，资本市场融资渠道极其畅通。

#### 关 注

■ **公司债务规模上升较快，资产负债率处于较高水平。**随着公司业务不断发展，负债及债务规模持续快速增加，债务规模和资产负债率持续处于高位。

■ **疫情或对公司交通板块产生较大冲击。**受疫情影响，高速公路车流量或将有所下降，叠加高速公路短期免费政策，通行费收入或将有所下滑，中诚信将持续关注疫情对越秀交通经营状况的影响。

#### 评级展望

中诚信国际认为，广州越秀集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，重要资产被划转；市场环境恶化，公司业务受到较大冲击；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

2015年9月18日，公司发行“15广越02”，期限5年，募集资金总额15亿元。2016年1月27日，公司发行“16广越01”，期限5+2年，募集资金总额20亿元。2016年1月27日，公司发行“16广越02”，期限7+3年，募集资金总额10亿元。2016年3月9日，公司发行“16广越03”，期限5+2年，募集资金总额15亿元。2016年3月9日，公司发行“16广越04”，期限7+3年，募集资金总额15亿元。上述债券已按照核准用途使用完毕，不存在违规使用募集资金的情形。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性



动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

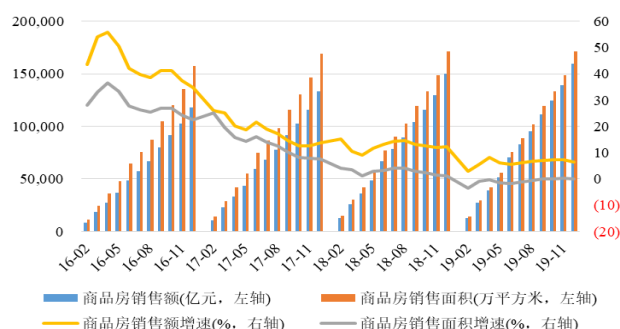
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现**

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况（单位：亿元、万平方米、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

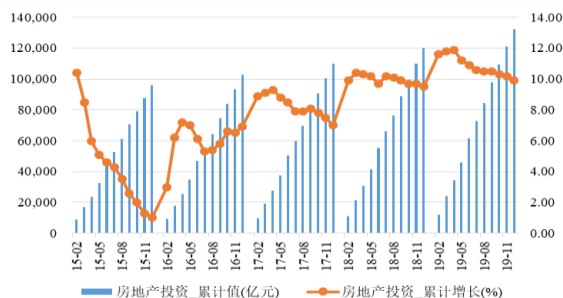
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧或亦对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

**受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善**

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

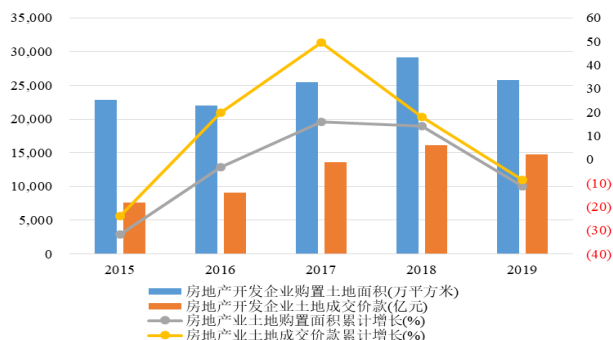
图 2：近年来全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>1</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资

趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

### 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

### 2019 年以来市场行情总体有所回暖；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对经纪业务依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响

证券行业的运营表现与宏观经济环境高度相

<sup>1</sup> 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债

的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

关。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，年末上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 4：2014-2019 年上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44%至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1：2016-2019 年股票市场主要指标（单位：家、万亿元）

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

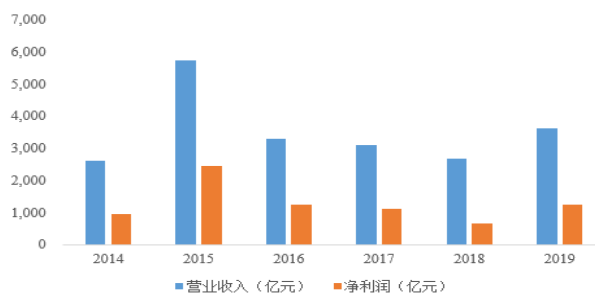
资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 万亿元，

同比增加 41.36%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2019 年，随着资本市场走强及交投活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。

图 5：2014-2019 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门



槛等。2019年7月，证监会公布了最新一期证券公司分类结果，其中A类有38家、B类有50家、C类有8家、D类有2家，评级最高的AA级减少至10家，与2018年相比，有19家评级上调，28家评级下滑，51家评级持平。

行业政策方面，2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》，推动证券公司分类管理，支持差异化发展。2019年12月，修订《证券法》，推进证券发行注册制，进一步加强信息披露义务人的信息披露责任；增设投资者保护专章，加强投资者保护力度等。

中诚信国际认为，随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈上升趋势。未来，中小型证券公司竞争将更为激烈，推动证券行业加快整合。

**燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策的负面影响逐渐减弱；收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定**

2009年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。燃油税改方案中关于“逐步有序取消政府还贷二级公路收费”的安排，初步促成了通过公共财政转移支付方式解决为建设二级公路而形成的债务问题的措施，同时建立了未来公路建设资金的形成机制，有利于调整公路建设投资结构，缓解地方公路建设资金不足的压力，并且有助于发挥政府财政资金的公共服务效能，实现公路建设这项公益性的基础设施建设向政府公共财政资金供给的回归。收费公路清理工作对行业内存在的超标准、超期限和超范围收费现象进行了治理，纠正了各种违规收费行为，减轻了公路使用者的负担。而绿色通道和重大节假日小型客车免费

政策虽然进一步减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响。总体来看，上述政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱。

2015年7月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较2004年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程50公里以上、独立桥梁、隧道、长度1,000米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并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，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重

新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

2018 年 12 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例（修订草案）》（以下简称“修订草案”），较之《条例》修订稿，修订草案进一步提高了收费公路设置门槛，提出“建设收费公路，应当符合高速公路技术等级要求”，明确新建的收费公路只能是高速公路，停止新建收费一、二级公路和独立桥梁、隧道。此外，贯彻落实国务院关于推动取消高速公路省界收费站的部署要求，修订草案提出“收费公路除出入口外，不得在主线上设置收费站”。

2019 年 5 月，国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》（以下简称“《方案》”），提出加快取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快捷收费。《方案》要求加快建设和完善高速公路收费体系，2019 年底前各省（区、市）高速公路入口车辆使用 ETC 比例达到 90%以上，同时实现手机移动支付在人工收费车道全覆盖。《方案》还要求加快推进公路法和条例等相关法律法规修订工作，清理规范地方性通行费减免政策，出台优化重大节假日小型客车免费通行、鲜活农产品运输“绿色通道”等通行费减免政策的具体实施意见。此外，《方案》要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，自 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。在政府收费公路存量债务置换方面，允许地方政府债券置换截至 2014 年底符合政策规定的政府收费公路存量债务，为取消高速公路省界收费站创造有利条件。

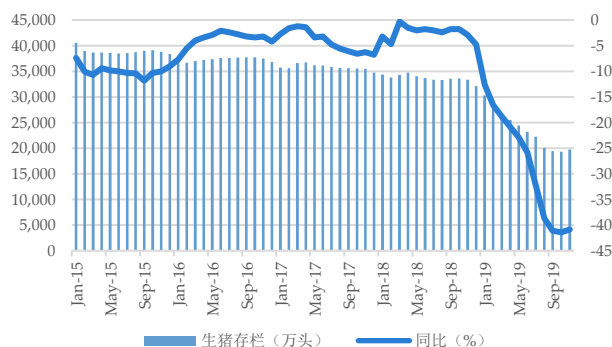
中诚信国际认为，《条例》修订稿和修订草案的公布，明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，大幅提升了收费公路设置门槛，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发

展提供稳定的养护发展资金。《方案》的发布进一步深化了收费公路制度改革，取消全国高速公路省界收费站，实现不停车快速收费，提高公路通行效率。同时，货车收费标准的修订，可能对公路企业通行费收入带来一定影响。当前《条例》正式颁布时间尚未确定，其具体条款的修订亦存在不确定性，中诚信国际将持续关注《条例》修订稿的进展及其发布后对收费公路行业带来的影响。

### 受“猪周期”和非洲猪瘟疫情等影响，2019 年以来我国生猪产能加速去化，生猪均价呈现全国性快速上涨态势；同期禽类价格持续回升，短期内畜禽养殖行业景气度有望得到维持

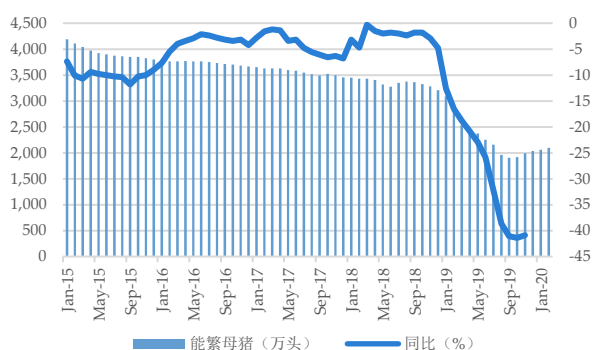
以散户养殖为主的养殖模式决定了我国养殖行业易受猪肉价格波动影响，具有一定的周期性特征。2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情突然爆发，生猪产能加速去化，截至 2019 年 9 月末，国内生猪及能繁母猪存栏量分别达 19,451 万头和 1,905 万头，其中，能繁母猪 9 月同比及环比降幅分别达 38.90%和 28.00%，与 2011 年 11 月的历史高点相比，生猪存栏量下降约 2.82 亿头，能繁母猪存栏量下降约 3,000 万头，存栏水平达到历史低点；第四季度以来，随着养殖户补栏增加，国内生猪和能繁母猪存栏量小幅回升。

图 6：近年来我国生猪存栏量变化



资料来源：Choice，中诚信国际整理

图 7：近年来我国能繁母猪存栏量变化



资料来源：Choice，中诚信国际整理

由于能繁母猪补栏到商品猪供应增加一般需要 10~13 个月左右，这使得供给的缺口无法随着价格涨跌迅速弥补，因而猪价波动的周期长度一般为 3-4 年，形成所谓的“猪周期”。由于非洲猪瘟疫情扩散，生猪跨省调运受到较大限制，区域间供需出现不平衡现象，2018 年下半年生猪价格呈现分化态势。2018 年末，随着部分跨省生猪产品的调运限制取消，生猪调出区压栏的生猪集中出栏，流向调入区，导致各区域生猪价格同步下跌，该趋势一直持续到 2019 年初，并于春节前降至 1132 元/公斤。3 月以来，随着生猪产能大幅去化，供给日趋紧缺，生猪价格在全国范围内快速上升，截至 10 月 25 日生猪平均价格已达到 40.29 元/千克，处于近年来价格最高点；但随后由于国家保供稳产政策取得一定成效，生猪价格有所回落，当年末生猪平均价格为 33.55 元/公斤。随着生猪价格的上升，2020 年 1 月我国自繁自养生猪和外购仔猪的养殖利润亦分别大幅升至 2,533 元/头和 2,015 元/头。

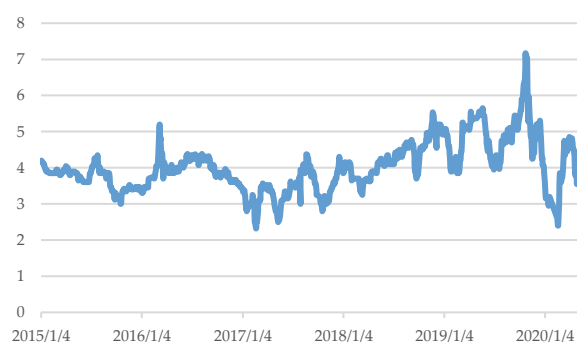
图 8：全国 22 个省市生猪平均价格走势（元/千克）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

肉鸡养殖方面，受益于行业去产能化效果显现以及禽流感等负面因素减退，2018 年以来国内白羽肉鸡市场供需关系持续改善，禽类养殖行业景气度有所回暖，产品价格持续提升，白羽肉鸡价格由年初的 3.78 元/斤增至年末的 5.05 元/斤。2019 年以来，全国祖代鸡引种及更新量偏低，商品代鸡苗销量呈持续缩减态势，同时随着养殖行业环保压力加大，落后产能出清，禽类供给有所收紧，加之非洲猪瘟疫情带来的禽肉替代性需求，白羽肉鸡价格持续高位运行，预计短期内禽类养殖行业景气度将得到维持。

图 9：近年来白羽肉毛鸡主产区价格变化情况（元/斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

**2019 年以来，国家出台多项保供稳价政策以刺激生猪产能有序恢复并抑制猪肉价格继续上涨；新型冠状病毒对猪禽养殖行业影响有限，预计短期内在需求刺激下价格仍将维持高位**

2019 年以来，非洲猪瘟疫情发生频次较上年明显下降，生猪价格的快速上涨引起了中央及各地政府部门的高度关注。农业农村部会同国家发改委、财政部、自然资源部、生态环境部、交通运输部以及银保监会等部门，认真贯彻落实党中央国务院决策部署，相继印发文件并出台了 17 项政策措施，从基础设施、贷款贴息、交通运输以及补贴补助等多方面支持生猪行业生产发展。此外，为保证国内肉类市场供应的稳定，下半年以来，国家商务部及发改委相继表示会根据市场供需情况，适时择机投放中央储备冷冻猪肉和牛羊肉，并继续鼓励扩大猪肉的进口。目前来看，猪价小幅回落，但仍保持高位运行。



长期来看，随着政策措施的落实推进，生猪补栏规模预计将得到提升，猪价或将出现一定下滑。总体来看，非洲猪瘟疫情的发生对生猪养殖行业的稳定运行造成干扰，为有效防控疫情，国家出台了一系列生猪调运规范和监管政策。未来，具有较强疫病防控实力和环保优势的养殖企业有望保持良好的发展态势，具备更强抗风险能力。

此外，2020年春节期间，新型冠状病毒疫情以武汉区域为中心在全国范围内蔓延，中诚信国际注意小受交通管制，企业延期开工以及鸡苗、饲料等生产要素及鸡蛋等农产品运输受阻影响，加之活畜屠宰、买卖受限，养殖企业生产和销售两端双重承压，为维护“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序，2020年1月30日，农业农村部办公厅、交通运输部办公厅及公安部办公厅联合发布《关于确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序的紧急通知》，以确保重点地区“菜篮子”产品有效供给。预计随着农业农村部相关政策的落地执行，物流通道的打开有望促进供销环节逐渐恢复正常。目前来看，新型冠状病毒疫情对养殖行业影响较为有限，禽畜养殖行业景气度有望继续维持。

**越秀地产依托品牌影响力及合理优质的项目布局，房地产业务稳定发展；2019年引入广州地铁作为战略投资者，增强了获取轨交物业资源的能力和优势，同时2019年公司取得旧改资格，为地产板块的持续发展打下了良好的基础；但仍需关注项目实际销售情况，以及在建、储备项目后续资金支出压力**

越秀地产是公司房地产业务的运营主体，公司房地产板块的业务收入包括房地产开发和销售收入、物业经营管理服务收入、物业租赁收入等，其中房地产开发是该业务板块的主要收入来源，近年来公司房地产开发收入占地产板块收入的比重均超过90%。

2019年，越秀地产合理把握开发和销售节奏，并借助其项目资源分布的优势，销售业绩实现较大

幅度增长。2019年及2020年1-3月公司地产板块分别实现销售收入384.77亿元和56.68亿元，2019年同比增长45.03%。从开发情况来看，2019年，越秀地产竣工面积322.80万平方米，同比增长24.51%；当年新开工面积620.78万平方米，同比增长2.41%。

**表2：近年来公司房地产业务开发情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）**

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
房屋新开工面积	372.71	606.16	620.78	56.77
房屋施工面积	1,134.27	1,560.12	1,884.39	1,618.35
竣工面积	245.76	259.26	322.80	3.70
销售面积	222.01	284.32	347.9	32.79
销售均价	18,408.45	20,985.26	20,898.92	25,938.12
新增土地储备面积	377.55	506.99	715.07	44.24
新增楼面均价	9,790.00	6,857.38	11,249.97	12631
期末土地储备面积	1,750.11	2,134.56	2,367.92	2,415.85
实际销售额	408.69	596.65	727.07	85.05

注：若考虑393713万元华工校区配建成本后，2020年一季度折合楼面地价为24,755元/m²。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，越秀地产的房地产开发业务以广州地区为核心，并稳步拓展至武汉、杭州、中山、烟台、江门、青岛和香港等多个城市，于2019年首次进入成都地区并实现销售。公司房地产业务未来将继续以广州地区为主，同时逐步进行广州以外区域的业务拓展。

从项目结转情况来看，2019年，越秀地产全年结转面积160.70万平方米，结转金额362.00亿元；其中，广州地区结转面积为78.40万平方米，结转金额240.85亿元，结转规模和结转比重较上年均大幅增加。

表 3：近年来公司房地产项目结转区域分布（单位：万平方米、亿元）

项目	2017		2018		2019		2020.1-3	
	结转面积	结转金额	结转面积	结转金额	结转面积	结转金额	结转面积	结转金额
广州地区	34.36	55.76	27.57	55.93	78.40	240.85	3.54	11.85
环珠三角地区（除广州外）	78.86	63.30	39.33	36.22	29.50	29.04	7.05	4.94
环渤海地区	32.85	28.92	40.52	36.27	12.50	9.74	0.18	0.21
长三角地区	34.18	53.63	35.29	47.92	31.61	59.50	0.45	0.42
中部地区	14.55	20.63	28.15	67.48	8.69	22.86	0.29	0.90
合计	194.80	222.24	170.87	243.82	160.70	362.00	11.52	18.32

资料来源：公司提供

从合同签约情况来看，2019 年越秀地产全年取得合同销售金额人民币 721.14 亿元，同比上升 20.86%；合同销售面积为 349.05 万平方米，同比上升 26.1%；销售均价约为 2.09 万元/平方米，较为稳定。从销售区域来看，2019 年越秀地产销售项目基

本分布在大湾区、长三角、中部地区和环渤海区域，分别占比 58.5%、23.4%、9.9%和 7.8%。其中，广州签约金额 366.01 亿元，同比增加 21.2%，占比达 50.34%。

表 4：近年来公司房地产合同销售情况（单位：万平方米、亿元）

区域	2017		2018		2019	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
广州	68.28	183.97	107.76	314.96	137.12	366.01
珠三角（不含广州）	50.74	51.32	41.90	44.63	37.94	55.43
中部	16.45	44.54	33.27	61.73	58.60	71.70
长三角	47.82	86.02	65.26	134.28	76.30	168.79
环渤海	38.33	34.42	36.13	41.05	35.15	56.17
其他	0.4	8.42	-	-	3.94	3.04
合计	222.02	408.69	284.32	596.65	349.05	721.14

资料来源：越秀地产年报，中诚信国际整理

从房地产项目在建面积和新开工面积来看，广州区域在建面积和新开工面积呈增长趋势。2019 年，广州区域在建面积为 815.39 万平方米，同比增长 32.73%；广州区域新开工面积为 297.54 万平方米，同比增长 36.78%。

表 5：近年来公司房地产项目区域分布（单位：万平方米）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
广州项目在建面积	440.57	614.31	815.39	699.38
广州项目新开工面积	102.60	217.53	297.54	37.49
广州项目竣工面积	51.00	68.79	153.49	3.70
其他地区项目在建面积	693.70	945.81	1,069	918.97

其他地区项目新开工面积	270.11	388.63	323.24	19.28
其他地区项目竣工面积	194.76	190.47	169.31	0

注：1、上表中统计的年末项目在建面积包含年末竣工面积，实际年末施工项目面积=项目在建面积-项目竣工面积；2、项目竣工后按房地产证上的实测面积统计，且竣工面积不包括已完工但未决算部分，故“项目在建面积-项目竣工面积+次年新开工面积”和“次年在建面积”有所差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，越秀地产以招拍挂为主，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作开发力度。截至 2020 年 3 月末，越秀地产土地储备项目 79 个，建筑面积合计 2,415.85 万平方米，同比有所增长，其中在



建建筑面积 1,614.49 万平方米。按区域来看，上述土地储备中，广州区域土地储备建筑面积占比为 41.89%，珠三角（除广州）占 8.38%、长三角占 14.58%、中部地区占 18.64%、环渤海占 11.91%。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要土地储备情况（单位：个、万平方米）

区域	项目数量	土地储备建筑面积	在建建筑面积	未开发建筑面积
广州	29	1,011.88	696.79	315.10
深圳	1	16.93	16.93	-
佛山	3	66.12	53.03	13.08
江门	5	96.39	96.39	-
中山	1	23.01	23.01	-
杭州	7	196.99	150.39	46.60
苏州	4	133.54	70.92	62.62
嘉兴	1	21.79	-	21.79
武汉	10	230.90	203.19	27.71
长沙	3	97.72	26.31	71.42
襄阳	1	107.80	69.40	38.40
郑州	1	13.79	13.79	-
沈阳	2	64.17	35.30	28.87
烟台	0	-	-	-
青岛	5	162.04	61.26	100.77
济南	2	61.46	61.46	-
海南	1	67.80	-	67.80
香港	1	7.21	-	7.21
成都	2	36.31	36.31	-
合计	79	2,415.85	1,614.49	801.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

持有型物业方面，公司目前经营的项目主要为商业、写字楼及停车场等，主要集中在广东省内。截至 2019 年末，公司直接持有出租投资物业约 70 万平方米，实现租金收入约 6.9 亿元，同比增加 0.7%；公司持股 38.1%的越秀房产基金持有出租性商业物业约 97 万平方米，实现收入约 20.6 亿元，同比增加 1.3%。

除传统房地产开发业务外，越秀地产积极拓展“轨道+物业”新模式，并加大旧改项目的参与力度。“轨道+物业”方面，2019 年 3 月，越秀地产公告称引入广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”）作为战略股东，广州地铁按照总价 61.62 亿港元认购越秀地产 30.80 亿股股份，占比约 19.9%，上述事项于 2019 年 4 月完成。截至 2019 年末，越秀地产收购三个地铁房地产项目，包括品秀星图、品秀星樾和品秀星瀚。上述项目总投资 455 亿元，已投资 318 亿元，已销售 60 亿元。

旧改项目方面，截至 2019 年末，公司参与的旧改项目主要包括广州番禺区里仁洞村旧改项目和广州南沙东涌村旧改项目。上述项目拟改造面积合计 178 万平方米，改造后建筑面积预计为 374 万平方米，预计投资 551.76 亿元，已投资 4.1 亿元。中诚信国际将持续关注上述项目未来的资本支出情况及盈利情况。

表 7：截至 2019 年末公司收购的地铁房地产项目情况（单位：亿元）

项目	持股比例	区域	拟建设	预计总投资	已投资	已销售金额
品秀星图	86%	广州市增城区新塘镇官湖村，属广州地铁 13 号线官湖站上盖物业	住宅为主，商业、教育等社区配套的居住综合体	212	162	28
品秀星樾	51%	毗连广州地铁 6 号线香雪站	住宅楼宇及教育设施组成的大型综合体	145	86	28
品秀星瀚	51%	位于地铁 22 号线陈头岗站	住宅	98	70	4
合计	-	-	-	455	318	60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**越秀交通核心路产所在区域经济高度发达，2019 年受益于湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速等项目的收购，路费收入有所增长，整体经营状况较为良好，是公司稳定的收入来源**

交通基建板块是越秀集团主要收入和利润来

源之一，经营主体为越秀交通。受益于高速公路收购事项，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司交通基建板块分别实现收入 35.58 亿元和 2.67 亿元，2019 年同比增长 23.66%。

越秀交通拥有的道路桥梁大部分沿京广铁路

沿线布局，分布于两广、两湖、河南、天津和陕西等区域。截至 2019 年末，公司所投资经营的路产里程为 836.60 公里，同比增长 30.98%，主要系当年收购了湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速公路项目。其

中，越秀交通拥有控股权的 10 条道路总收费里程达到 535.0 公里，权益里程为 456.42 公里；5 条合营及联营道路收费里程为 301.6 公里，归属越秀交通的权益里程为 77.27 公里。

表 8：截至 2019 年末公司投资经营的公路和桥梁情况（单位：公路、道、个、%、年）

	道路/桥梁名称	收费公里数	车道数量	收费站数量	公路类别	所占权益	经营年限
控股项目	广州北二环高速	42.5	6	6	高速公路	60	2002-2032
	广西苍郁高速	23.3	4	1	高速公路	100	2005-2030
	天津津雄高速	23.9	4	3	高速公路	60	2000-2030
	湖北汉孝高速	38.5	4	2	高速公路	100	2006-2036
	湖南长株高速	46.5	4	5	高速公路	100	2010-2040
	河南尉许高速	64.3	4	2	高速公路	100	2005-2035
	湖北随岳南高速	98.1	4	4	高速公路	70	2010-2040
	湖北汉蔡高速	36.0	4/6	2	高速公路	67	2019-2038
	湖北汉鄂高速	54.8	4	5	高速公路	100	2019-2042
	湖北大广南高速	107.1	4	7	高速公路	90	2019-2042
	小计	535.0	-	36	-	-	-
联营合营项目	广州西二环高速	42.1	6	4	高速公路	35	2006-2030
	虎门大桥	15.8	6	4	悬索桥梁	27.78	1997-2029
	广州北环高速	22.0	6	8	高速公路	24.3	1994-2023
	汕头海湾大桥	6.5	6	3	悬索桥梁	30	1996-2028
	清连高速	215.2	4	16	高速公路	23.63	2009-2034
	小计	301.6	-	35	-	-	-
合计		836.6	-	71	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入来看，随着通行量的增加，2019 年越秀交通控股路产的通行费收入保持稳定增长，当年控股路产实现通行费收入 30.23 亿元，同比增加 6.18%，其中广州北二环高速、湖北随岳南高速、河南尉许高速对越秀交通通行费收入增长的贡献较大，分别占当期通行费收入的 40.3%、22.7%和 13.7%。

表 9：近年来公司控股道路收入情况（单位：亿元）

项目名称	2017	2018	2019
广州北二环高速	11.79	11.61	12.17
广西苍郁高速	0.85	0.78	6.29
天津津雄高速	0.89	0.96	9.27
湖北汉孝高速	1.97	1.70	1.82
湖南长株高速	2.43	2.48	2.50
河南尉许高速	3.27	4.27	4.15
湖北随岳南高速	5.70	6.67	6.88

湖北大广南高速	-	-	5.73
湖北汉蔡高速	-	-	3.16
湖北汉鄂高速	-	-	2.62
合计	26.90	28.47	30.23

注：上述收入系扣除税项后的数额；

资料来源：越秀交通定期报告，中诚信国际整理

2019 年越秀交通各项营运指标相对稳定，控股和联营合营项目日均车流量合计 117.10 万辆，同比增长 2.46%；日均路费收入合计 1,944.68 万元，同比下降 8.00%。其中，控股项目日均车辆流量合计 55.92 万辆，同比增长 5.54%；日均通行费收入 1,007.17 万元，同比下降 0.54%。

具体来看，部分高速受分流影响，2019 年日均通行费收入有所下降。在控股项目中，2019 年广西苍郁高速、湖北汉蔡高速和湖北汉鄂高速的日均通行费收入有所下降，其中广西苍郁高速日均通行费

收入同比下降 19.4%，主要系梧州环城高速通车以及 X184 县道完成升级改造分流影响所致；湖北汉蔡高速日均通行费收入同比下降 15.8%，主要系 2018 年京港澳高速武汉长江军山大桥维修实施交通管制致使基数较高所致；湖北汉鄂高速日均通行费收入同比下降 14.1%，主要系 2018 年京港澳高速武汉长江军山大桥维修实施交通管制致使基数较高所致。此外，联合合营项目中，2019 年虎门大桥日均通行费收入同比下降 38.0%，主要系南沙大桥建成分流及实行限行措施影响所致。但同时，作为越秀交通通行费主要收入来源的广州北二环高速、

湖北随岳南高速和河南尉迟高速经营较为平稳，整体通行费收入较上年小幅增长。

**中诚信关注到**，根据交通运输部发布的《新冠肺炎疫情防控期间高速公路免收车辆通行费操作指南》，全国高速公路免收通行费时段为 2020 年 2 月 17 日-6 月 30 日，目前已于 5 月 6 日起恢复收费。受疫情影响，车流量或将有所下降，叠加高速公路短期免费政策，通行费收入或将有所下滑，中诚信将持续关注疫情对越秀交通经营状况的影响。

**表 10：截至 2019 年末公司投资经营的公路和桥梁运营情况（单位：万辆/天、万元/天、元/辆）**

	项目名称	日均收费车流量收入	日均收费车流量同比	日均通行费收入	日均通行费收入同比	每车次加权平均路费收入	每车次加权平均路费收入同比
控股项目	广州北二环高速	25.54	9.5%	333.46	4.9%	13.10	-4.2%
	广西苍郁高速	0.86	-20.8%	17.25	-19.4%	20.00	1.7%
	天津津雄高速	3.70	-0.8%	25.39	-3.1%	6.90	-2.3%
	湖北汉孝高速	2.87	7.5%	49.86	7.0%	17.40	-0.4%
	湖南长株高速	6.26	5.6%	68.59	0.9%	10.90	-4.4%
	河南尉许高速	3.30	3.2%	113.81	-2.8%	34.50	-5.8%
	湖北随岳南高速	2.56	11.7%	188.40	3.1%	73.70	-7.7%
	湖北汉蔡高速	4.76	-7.1%	68.07	-15.8%	14.30	-9.3%
	湖北汉鄂高速	3.50	8.9%	48.26	-14.1%	13.80	-21.1%
	湖北大广南高速	2.57	6.4%	94.08	-1.6%	36.60	-7.6%
	小计	55.92	5.54%	1,007.17	-0.54%	18.01	-5.77%
联合合营项目	广州西二环高速	8.56	16.9%	159.71	-3.4%	18.7	-17.4%
	虎门大桥	8.85	-27.3%	284.14	-38.0%	32.1	-14.7%
	广州北环高速	36.17	3.8%	208.43	-1.2%	5.8	-4.8%
	汕头海湾大桥	2.75	5.1%	55.91	-4.0%	20.3	-8.7%
	清连高速	4.85	11.6%	229.32	10.0%	47.3	-1.4%
	小计	61.18	-0.21%	937.51	-14.87%	15.32	-14.69%
合计		117.10	2.46%	1,944.68	-8.00%	16.61	-10.21%

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

**2019 年，公司金融业务收入和盈利持续增长，同时公司完成广州证券重组、越秀资本金控新设及广州资产增持控股等事项，聚焦核心优势主业并逐步完成全金融产业链布局，各项类金融业务协同发展，带动公司金融板块实力不断增强**

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，其中银行业务经营主体为创兴银行，其余均由越秀金控负责。2019 年及

2020 年 1-3 月，公司金融板块分别实现收入 101.85 亿元和 22.34 亿元，2019 年同比增长 39.59%，金融板块业务发展态势较好。

银行业务方面，2019 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，收入稳步增长。2019 年及 2020 年 1-3 月，创新银行分别实现收入 40.22 亿港元和 10.66 亿港元，2019 年同比增长 9.12%。其中，2019 年企业及零售银行

业务收入 30.48 亿港元，占比为 75.78%，系主要收入来源。目前创新银行在香港设立 36 间分行，在澳门设立 1 间分行，在内地设立 4 间分行及 5 间支行。2019 年创兴银行各项指标保持稳定增长的趋势，截至 2019 年末，创兴银行资产总额为 2,127.68 亿港元，同比增长 11.64%；银行客户存款总额为 1,180.79 亿港元，同比增长 15.96%；客户贷款总额为 1,626.65 亿港元，同比增长 13.21%；贷款不良率为 0.33%，较上年下降 0.02 个百分点；一级资本比率为 14.32%，较上年下降 1.17 个百分点；普通股一级资本比率为 12.28%，较上年下降 1.16 个百分点。

广州证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司，业务包括证券经纪业务、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。2019 年，广州证券实现营业收入 40.67 亿元，同比增长 57.66%，主要系广州期货旗下期货大宗商品交易及风险管理业务规模大幅增长所致。截至 2019 年末，广州证券总资产 299.82 亿元，同比下降 38.82%，净资产 102.80 亿元，同比下降 4.03%，主要系重组事项影响所致。越秀金控于 2018 年 12 月正式启动出售广州证券 100% 股权的重大资产重组事项，拟向中信证券出售已处置广州期货 99.03% 股份和金鹰基金 24.01% 股权的广州证券 100% 股份，经评估交易对价为 134.60 亿元，由中信证券以发行股票的方式支付。截至本报告出具之日，广州证券因本次重组事项涉及的股权过户事宜已履行了相关工商变更登记（备案）及中登过户手续，中信证券就本次重组事项增发的股份已登记完成，至此广州证券重组事项已完成，公司合计持有中信证券 6.26% 股份。

融资租赁业务由越秀租赁负责运营，截至 2019 年末，越秀租赁注册资本为 81.44 亿港元，公司对其持股 70.06%；总资产为 466.83 亿元，同比增长 23.44%；所有者权益合计为 87.76 亿元，同比增长 3.44%；资产负债率为 81.20%，较上年增加 3.63 个百分点。2019 年，越秀租赁实现营业收入 27.99 亿

元，净利润 7.85 亿元，分别同比增长 40.00% 和 26.16%。2020 年 1-3 月，越秀租赁实现收入 8.55 亿元。截至 2019 年末，应收融资租赁款净值 440.67 亿元，占总资产的比例为 94.40%；应收融资租赁款不良率为 0.26%，不良应收融资租赁款拨备覆盖率为 492.52%。2019 年，越秀租赁分别投向民生工业 236.66 亿元、水务行业 69.65 亿元以及商务服务行业 25.23 亿元；业务主要布局于江苏、浙江和广东等地区，其中一二类核心区域投放项目占比达 92%。

产业基金方面，2019 年 2 月，公司完成了越秀金控设立工作，与现有的越秀产业基金共同构成资本运营平台。截至 2020 年 3 月末，越秀产业基金总资产为 8.25 亿元，净资产为 3.98 亿元。2019 年越秀产业基金实现营业收入 1.85 亿元，其中管理费收入 1.47 亿元，系越秀产业基金的收入主要来源；实现净利润 0.84 亿元。截至 2020 年 3 月末，越秀金控资本总资产 29.15 亿元，净资产 20.67 亿元；2019 年，越秀金控资本营业收入 0.33 亿元，净利润 0.16 亿元。未来随着投资项目及退出项目的增加，产业基金业务收益有望逐步增加。

不良资产业务由广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）负责运营，主要业务是进行广东省区域内的金融企业不良资产批量收购处置。2019 年越秀金控收购广东民营投资股份有限公司持有的广州资产 20% 股权，至此越秀金控对其持股从 38% 增至 58%，并自 2019 年 1 月起将广州资产纳入越秀金控合并范围。2019 年 10 月，通过增资，越秀金控对广州资产的持股比例进一步增至 64.90%，并已完成工商变更登记。截至 2019 年末，广州资产总资产为 299.06 亿元，所有者权益合计为 56.56 亿元，分别同比增长 52.41% 和 63.70%。2019 年，广州资产实现营业收入 16.18 亿元，净利润 4.63 亿元，同比分别增长 124.47% 和 72.08%，收入主要系不良资产管理业务相关的买卖价差、利息净收入、投资收益等。2019 年，广州资产新增不良资产管理规模 470 亿元，累计收购资产规模 1,150 亿元，

继续保持广东省内不良资产一级市场占有率领先地位；不良资产处置规模 369 亿元。此外，公司还储备了超过 400 亿元的债券收购项目，为公司后续发展提供支持。

### 食品板块作为公司确立的“4+X”产业布局中的核心主营业务之一，2019 年实现快速发展，未来随着业务的逐步拓展，有望成为公司新的利润增长点

2018 年，公司收购广东风行发展集团有限公司（以下简称“风行集团”）100%股权，至此公司形成“4+X”战略布局，确立了以金融、房地产、交通基建、食品为核心主营业务。风行集团始建于 1949 年，以乳业、畜牧养殖、食品加工、商贸流通为主业，成为公司收入的又一重要补充。

截至 2020 年 3 月末，风行集团的注册资本和实收资本均为 3.48 亿元；风行集团总资产 73.11 亿元，净资产 44.10 亿元。2019 年及 2020 年 1-3 月，风行集团分别实现营业收入 35.36 亿元和 8.43 亿元，同比有所增长；净利润分别为 6.30 亿元和 -0.33 亿元。其中，2019 年，风行集团商贸流动、乳业和畜牧养殖收入分别为 20.68 亿元、8.79 亿元、1.62 亿元，占当期收入比例分别为 58.48%、24.86%和 4.58%。

畜牧养殖业方面，公司目前拥有 3 家现代化奶牛养殖场、2 个生猪养殖场、2 个保种育种鸡场及 1 个蛋鸡场。乳制品加工与销售方面，公司目前加工基地主要包括沙太路生产基地，年加工产能 5.1 万吨，主要产品包括利乐、巴氏和炼奶等，主要销往

广东区域。2019 年，公司前五大供应商采购金额合计 8.26 亿元，占当期采购金额的 23.54%；前五大销售客户销售金额合计 7.89 亿元，占当期销售金额的 22.29%。此外，风行集团与贵州省政府签订了战略合作协议，拟投资 25 亿元在贵州分期建设年出栏 200 万头生猪的产业基地。

未来公司将逐步打造以乳业、畜牧养殖、食品加工、商贸流通为主，物业资产经营和劳务输出等业务为辅的“4+F”产业体系，争取打造成为粤港澳大湾区优质食品供应龙头企业、国家实施大湾区“菜篮子”工程与乡村振兴战略的中坚力量。

### 其他板块收入规模较小，造纸业务受环保政策等影响收入下降幅度较大；此外，2019 年公司出售广州友谊，有助于公司聚焦核心主业发展

公司其他板块主要包括造纸业务、建材业务等。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司其他业务合计分别为 28.45 亿元和 12.97 亿元，规模相对较小。

公司造纸业务主要由子公司广州造纸集团有限公司（以下简称“造纸集团”）运作，造纸集团主要从事新闻纸和其他新产品纸的产销业务，并分别拥有 45 万吨和 20 万吨的产能。近年来，受国家环保政策影响，境外原材料价格下降，同时境内部分小型纸厂因环保问题相继倒闭，推动了纸产品价格上涨，致使公司收入有所下滑。2019 年及 2020 年 1-3 月，造纸业务收入分别为 13.98 亿元和 2.36 亿元，2019 年同比下降 49.15%。

表 11：近年来公司造纸业务收入（单位：万吨、亿元）

产品	2017		2018		2019		2020.1-3	
	产量	收入	产量	收入	产量	收入	产量	收入
新闻纸	33.44	14.02	37.26	19.18	31.6	13.98	6.2	2.36
其他	13.88	7.96	12.02	8.31	0.02	0.009	0	0
合计	47.32	21.97	49.28	27.49	31.6	13.98	6.2	2.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2019 年，越秀金控将所持广州友谊集团有限公司（以下简称“广州友谊”）100%股权转让

予广州百货企业集团有限公司全资子公司广州市广商资本管理有限公司（以下简称“广商资本”），



交易对价 38.32 亿元，并于 2019 年 5 月完成上述股权转让事项，至此，公司不再产生百货收入。公司出售广州友谊共计回笼现金 38.32 亿元，实现投资收益 13.47 亿元，用于拓展不良资产管理、资本运营和融资租赁等业务。

## 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 2017~2019 年的审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，且所用数据均为合并口径。2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数，其余各期财务数据均为财务报表的期末数。

### 公司各业务板块发展稳健，营业收入逐年上升，且各业务盈利空间较大，公司整体盈利能力较强

公司营业总收入仍然主要来自于房地产和金

融，2019 年及 2020 年 1-3 月公司分别实现营业总收入 586.01 亿元和 94.66 亿元，2019 年营业总收入较上年增长 30.75%；综合毛利率分别为 41.70% 和 34.46%，2019 年毛利率较上年下降 1.92 个百分点。

具体分业务板块来看，2019 年公司房地产业务、金融业务和交通基建收入均大幅增长，较上年分别增长 45.03%、39.59% 和 23.66%；受环保政策等影响，造纸业务收入有所下滑，同比下降 25.72%；此外，2019 年新增食品板块，当期收入为 35.36 亿元，进一步提升当年总收入。毛利率方面，受益于 2019 年公司房地产销售价格增长，房地产业务毛利率为 35.64%，较上年提升 2.77 个百分点；其他业务毛利率均有一定程度的下滑，2019 年金融业务、交通基建业务和造纸业务的毛利率分别为 68.82%、66.71% 和 16.61%，分别较上年下降 14.38 个百分点、6.03 个百分点和 6.45 个百分点；同期，食品板块毛利率为 15.66%。

表 12：近年来公司收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目名称	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产收入	242.23	28.22	265.30	32.87	384.77	35.64	56.68	23.25
交通基建收入	27.32	71.59	28.77	72.74	35.58	66.71	2.67	-6.41
金融收入	52.06	97.24	72.97	83.20	101.85	68.82	22.34	79.80
食品板块	-	-	-	-	35.36	15.66	8.43	8.94
造纸收入	21.97	14.21	27.49	23.06	20.42	16.61	3.60	13.94
其他收入	29.09	27.05	53.67	29.49	8.03	55.48	9.37	13.69
合计/综合	372.68	40.13	448.21	42.62	586.01	41.70	94.66	34.46

注：表中综合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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年及 2020 年 1-3 月，公司期间费用分别为 112.99 亿元和 20.70 亿元，期间费用占比分别为 19.28% 和 21.86%，费用控制有所增强。公司期间费用主要为管理费用和财务费用。2019 年，公司管理费用为 58.81 亿元，同比增长 9.02%；财务费用方面，受益于利息收入增长，当年财务费用规模下降至 37.01 亿元，同比下降 21.01%；销售费用主要系房地产、造纸等板块的销售费用，为 15.20 亿元，同比增加 8.34%。

表 13：近年来公司期间费用情况（单位：亿元、%）

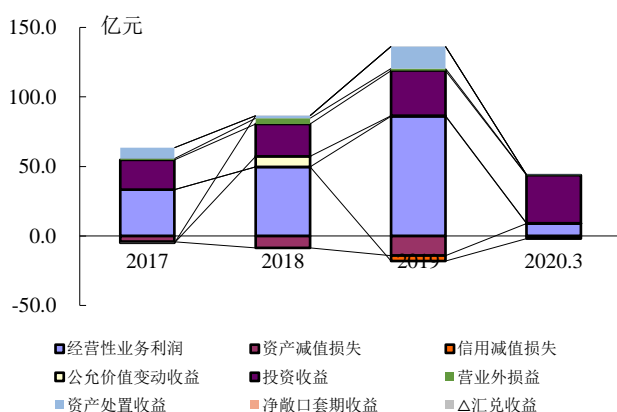
	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	11.65	14.03	15.20	2.28
管理费用	49.35	53.94	58.81	10.44
财务费用	36.61	46.85	37.01	7.71
研发费用	0.74	1.86	1.97	0.26
期间费用合计	97.61	116.68	112.99	20.70
营业总收入	372.68	448.21	586.01	94.66
期间费用占比	26.39	26.03	19.28	21.86
经营性业务利润	33.35	49.68	86.14	8.93

利润总额	58.44	77.97	118.29	41.95
其中：投资收益	21.40	23.33	32.40	34.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于地产板块业务增加及广州友谊出售事项，2019 年公司利润总额有所增加。2019 年及 2020 年 1-3 月，公司利润总额分别为 118.29 亿元和 41.95 亿元，2019 年同比增长 51.70%，主要系经营性业务利润和投资收益。其中，2019 年经营性业务利润 86.14 亿元，同比增长 73.38%；投资收益 32.40 亿元，较上年增长 38.86%；公司资产减值损失为 14.20 亿元，较上年增长 66.36%，主要系坏账损失 11.39 亿元；公司资产处置收益 15.89 亿元，较上年大幅增长。

图 10：近年来利润总额构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，母公司营业总收入主要系担保费收入，整体规模较小。2019 年及 2020 年 1-3 月，母公司营业总收入分别为 0.31 亿元和 0.05 亿元，较上年基本持平。同期，母公司利润总额分别为 8.59 亿元和 1.64 亿元，2019 年较上年大幅增长，主要系母公司收到子公司股利分配及股利 9.36 亿元所致。

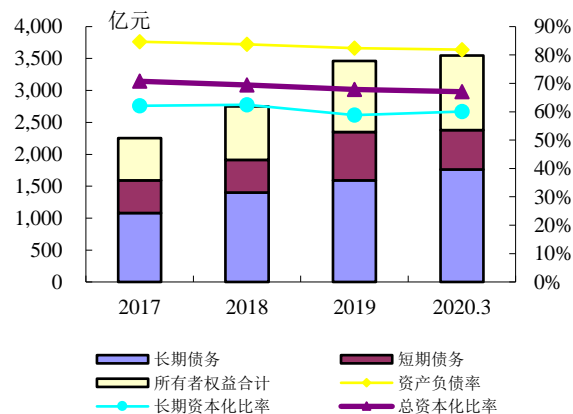
**公司自有资本实力较强，经营较为稳健，直接融资渠道顺畅，同时，也关注到公司财务杠杆比率较高，有息债务规模增长较快，未来偿还资金安排及进度需关注**

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。2019 年末及 2020 年 3 月末，资产总额分别为 6,320.97 亿元和 6,452.40 亿元，2019 年末同比增长 22.15%。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，同期末，公司负债总额分别为 5,206.18 亿元和 5,283.50 亿元，2019 年末同比增长 20.13%。自有资本方面，2019 年末及 2020 年 3 月末所有者权益合计分别为 1,1147.95 亿元和 1,168.90 亿元，2019 年末同比增长 32.58%，主要系 2019 年公司发行 100 亿元优先股引入工商银行作为公司第二大战略股东及新收购地产项目所致。截至 2019 年末，公司所有者权益主要系少数股东权益、未分配利润、其他权益工具等。其中，少数股东权益为 664.14 亿元，同比增长 36.76%；未分配利润为 158.50 亿元，同比大幅增长；其他权益工具为 144.90 亿元，同比大幅增长，主要系 2019 年新发行 100 亿元优先股所致。此外，截至 2019 年末，公司资本公积为 24.95 亿元，同比大幅下降，主要系 2019 年公司实施股份制改制，资本公积相应减少所致；实收资本 112.69 亿元，系股东注资。

财务杠杆方面，受益于净资本的增加，公司财务杠杆率小幅下降。2019 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 82.36 和 67.79%，较上年分别降低 1.39 和 1.64 个百分点。

图 11：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产结构方面，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 2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动资产分别为 3,426.25 亿元和 3,290.49 亿元，分别占当期资产总额的 54.20%和 51.00%，主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款和存货构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 561.11 亿元和 586.64 亿元，主要为银行存款，该部分资产的流动性良好，其中 2019 年末因用作担保、质押、保证金而受限的资产为 13.65 亿元，占同期货币资金比重为 2.43%；同期交易性金融资产分别为 277.98 亿元和 310.18 亿元，主要系不良资产包，受不良资产业务开展影响，交易性金融资产有所增长；同期其他应收款分别为 315.04 亿元和 333.46 亿元，较为稳定，主要系往来款；同期存货分别为 1,520.03 亿元和 1,585.07 亿元，2019 年末同比增长 47.55%，主要系房地产业务开发成本增加所致。非流动资产方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司非流动资产分别为 2,894.72 亿元和 3,161.91 亿元，主要系发放贷款及垫款、其他债权投资、无形资产和长期应收款。其中，截至 2019 年末，公司发放贷款及垫款 1,045.90 亿元，较上年末增长 19.35%；其他债权投资 530.94 亿元，同比增长 29.66%；无形资产 367.99 亿元，同比增长 90.12%，其中公路经营区 317.31 亿元；长期应收款为 359.73 亿元，同比增长 13.57%，主要系融资租赁款。

表 14：近年来公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	613.71	745.51	561.11	586.64
交易性金融资产	84.98	112.46	277.98	310.18
其他应收款	287.98	304.96	315.04	333.46
存货	728.49	1,030.20	1,520.03	1,585.07
发放贷款及垫款	713.73	876.33	1,045.90	1,131.16
其他债权投资	-	409.50	530.94	499.97
无形资产	196.57	193.56	367.99	365.13
长期应收款	256.59	316.76	359.73	353.69
总资产	4,295.64	5,174.61	6,320.97	6,452.40

注：交易性金融资产包括适用旧准则的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司仍以流动负债为主。2019 年末

及 2020 年 3 月末，公司流动负债分别为 3,490.33 亿元和 3,382.59 亿元，分别占负债总额的 67.04%和 64.02%，2019 年末同比增长 20.13%，主要系吸收存款及同业存放、其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款等。2019 年末，吸收存款及同业存放为 1,467.68 亿元，同比增长 15.21%；其他应付款为 347.98 亿元，同比增长 15.27%，主要系往来款；一年内到期的非流动负债为 303.93 亿元，同比增长 45.34%，主要系长期借款逐步到期所致；短期借款为 218.25 亿元，同比增长 23.21%。

非流动负债方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司非流动负债分别为 1,715.84 亿元和 1,900.91 亿元，2019 年末同比增加 18.70%，主要系长期借款和应付债券。其中，截至 2019 年末，长期借款 830.08 亿元，较上年末增长 30.46%；应付债券 717.41 亿元，较上年末增长 6.20%。

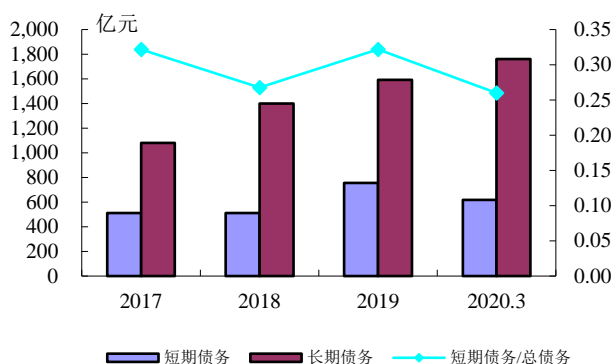
表 15：近年来公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.3
吸收存款及同业存放	1,026.51	1,293.21	1,467.68	1,497.44
其他应付款	219.58	301.84	355.92	335.03
一年内到期的非流动负债	266.99	182.68	303.93	238.19
短期借款	164.71	177.03	218.24	257.05
长期借款	597.19	636.27	830.08	923.23
应付债券	422.67	675.50	717.41	792.84
总负债	3,636.94	4,333.78	5,206.18	5,283.50

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务结构方面，随着公司业务规模的发展，公司债务规模快速增长。2019 年末及 2020 年 3 月末公司总债务分别为 2,746.72 亿元和 2,379.72 亿元，2019 年末同比增长 22.87%。债务期限结构方面，2019 年末，短期债务/总债务为 0.32 倍，较上年增加 0.05 倍。

图 12：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务方面，截至 2020 年 3 月末，公司 2020 年 4-12 月、2021 年、2022 年到期债务余额分别为 513.85 亿元、536.24 亿元、510.53 亿元，存在一定的偿债压力。

表 16：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

	2020.4-12	2021	2022
到期债务	513.85	536.24	510.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从母公司口径来看，2019 年末及 2020 年 3 月末，母公司总资产规模分别为 715.35 亿元和 740.52 亿元，2019 年末与上年基本持平。母公司资产仍然保持流动资产和非流动资产相当的结构，2019 年及 2020 年 3 月末，公司非流动资产分别为 362.93 亿元和 424.93 亿元，分别占当期总资产的 50.73% 和 57.38%。非流动资产以长期股权投资为主，截至 2019 年末长期股权投资占非流动资产比例为 89.39%；流动资产以其他应收款为主，截至 2019 年末其他应收款占流动资产比例为 68.48%。负债方面，受债务逐步到期影响，2019 年末负债规模有所下降，2019 年末及 2020 年 3 月末，母公司负债规模分别为 449.64 亿元和 473.17 亿元，仍然保持了流动负债和非流动负债规模相当的结构。流动负债方面，2019 年流动负债主要系短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债，三者合计占比为 86.94%，其中受债务到期影响，一年内到期的非流动负债大幅增至 32.85 亿元。非流动负债主要系应

付债券，截至 2019 年末应付债券为 202.24 亿元。所有者权益方面，受益于 2019 年发行 100 亿元优先股，当年母公司所有者权益增幅较大。截至 2019 年末所有者权益为 265.71 亿元，同比增长 56.31%，主要系实收资本和其他权益工具，截至 2019 年末分别为 112.68 亿元和 144.90 亿元。

财务杠杆率方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 62.86% 和 63.90%；总资本化率分别为 57.08% 和 56.55%。2019 年末及 2020 年 3 月末，母公司总债务分别为 353.31 亿元和 347.98 亿元，同比有所增长。从债务结构来看，2019 年末，短期债务/总债务为 0.44 倍，较上年增加 0.14 倍。

**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，并对债务利息的偿付提供良好保障**

经营性现金流方面，受益于房地产业务和金融业务持续发展，2019 年公司经营活动净现金流大幅增长，2019 年公司经营活动净现金流分别为 262.43 亿元。2019 年末，经营活动净现金流/利息支出为 3.36 倍，经营性活动现金流对债务利息保障能力较强。

公司 EBITDA 主要由利息支出及利润总额构成。2019 年公司 EBITDA 因利润总额的增加而大幅增长，为 179.75 亿元，较上年同期增长 27.32%。从 EBITDA 对债务利息保障程度来看，2019 年末，总债务/EBITDA 指标为 13.06 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.30 倍，EBITDA 对债务本金的保障能力较弱，对债务利息的保障能力依然良好。



表 17：近年来公司主要偿债能力指标（单位：亿元、X）

项目	2017	2018	2019
总债务	1,592.06	1,909.96	2,346.72
EBITDA	102.44	141.18	179.75
总债务/EBITDA	15.54	13.53	13.06
EBITDA 利息倍数	2.09	2.02	2.3
经营活动净现金流	-7.61	111.33	262.43
经营净现金流/总债务	0.00	0.06	0.11
经营净现金流/利息支出	-0.16	1.59	3.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从母公司口径来看，2019 年及 2020 年 1-3 月母公司经营活动净现金流分别为 13.44 亿元和 25.04 亿元，同比大幅增长。2019 年，母公司 EBITDA 为 24.40 亿元，同比大幅增长。偿债能力方面，2019 年末，总债务/EBITDA 为 14.48 倍，EBITDA 利息保障倍数为 1.54 倍，经营活动净现金流利息覆盖倍数为 0.85 倍，偿债能力大幅提升。

### 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

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为 3,881.30 亿元，其中尚未使用额度为 2,779.14 亿元，流动性充足。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 10.11 亿元，占净资产的比重为 0.87%，主要系对关联企业中耀实业投资有限公司、广州绿蝶房地产开发有限公司、广州碧臻房地产开发有限公司等提供的担保。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 882.53 亿元，占总资产的比重为 13.68%。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 强大的股东背景和政府支持对公司信用水平形成强有力支撑

作为广州地区资产规模最大的国有集团企业之一，公司在资产划转、资金注入等方面获得了广州市相关部门的大力支持。

资产及资本金注入方面，2014 年和 2015 年，根据广州市国资委关于增加公司资本金的相关批复文件，分别将公司于 2014 年 6 月 30 日及 2015 年 12 月 29 日收到的广州市财政局拨付的 40.00 亿元和 10.83 亿元资金用于增加资本金。2016 年及 2017 年 8 月，广州市国资委分别将越秀金控 12.56% 及 41.69% 的股权划转至公司，增加资本公积。2018 年，根据穗国资[2018]139 号文件和穗国资[2018]37 号文件，广州市国资委分别将其持有的广州百越信有限公司（以下简称“百越信”）100% 国有股权和风行集团 100% 国有股权无偿划拨至公司，分别增加资本公积 19.00 亿元和 14.60 亿元，公司资本实力不断夯实。

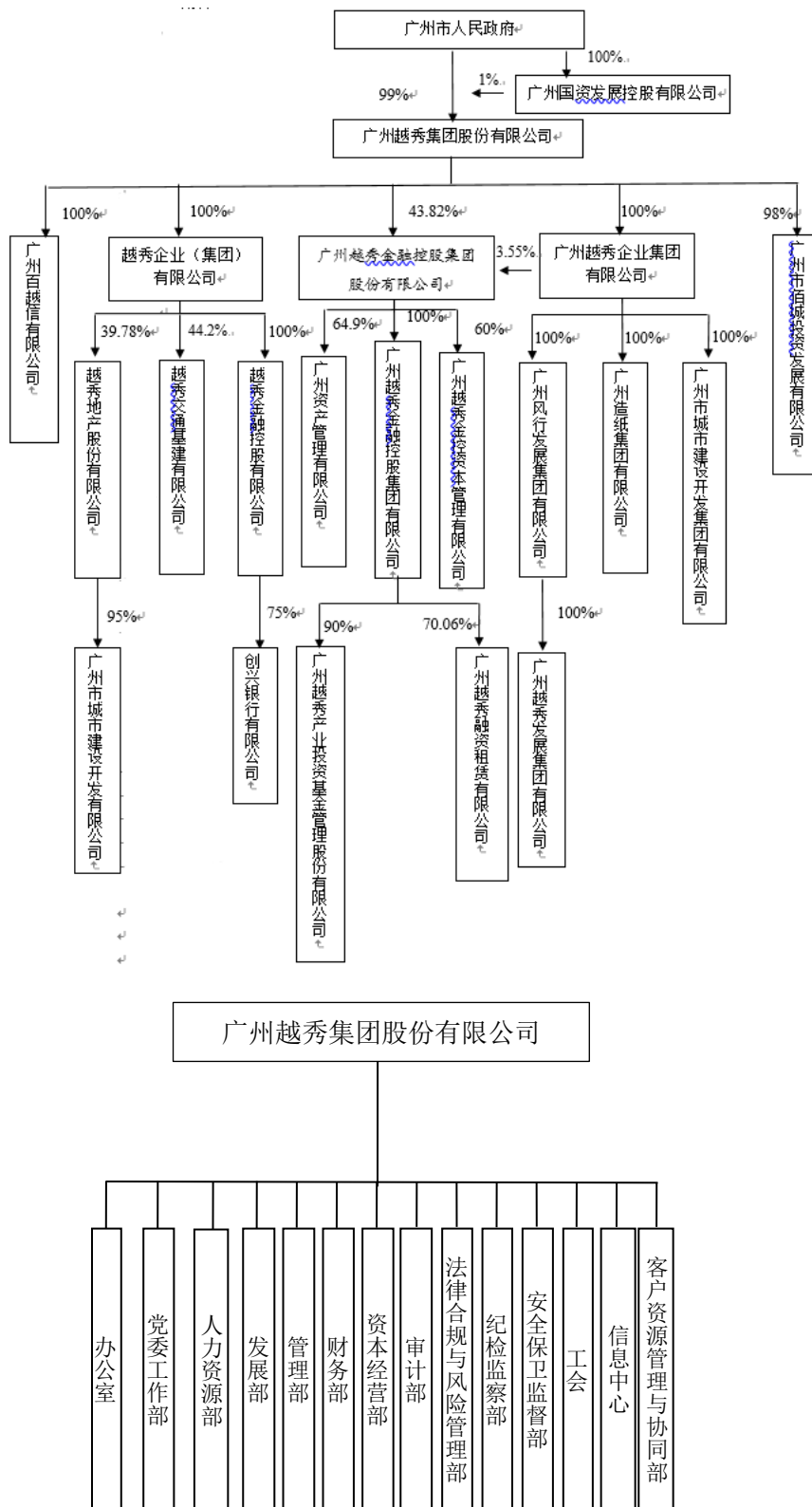
资金补助方面，2017~2019 年，公司分别获得政府补助 0.54 亿元、0.85 亿元和 0.98 亿元，政府补贴主要包括企业研究开发省级补助、产业发展项目补贴、企业办公用房补贴、税费返还、外经贸发展专线资金等。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州越秀集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 广越 02”、“16 广越 01”、“16 广越 02”、“16 广越 03”和“16 广越 04”信用等级为 **AAA**。



# 附一：广州越秀集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：广州越秀集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	6,137,050.96	5,408,405.47	5,611,103.41	5,866,400.16
应收账款净额	78,950.82	125,999.01	73,886.23	84,656.23
其他应收款	2,879,796.47	3,069,309.44	3,150,439.18	3,334,558.88
存货净额	7,284,921.78	10,301,971.24	15,200,313.93	15,853,024.18
长期投资	6,470,897.21	6,386,104.73	8,302,985.31	10,168,681.86
固定资产	716,348.78	806,002.12	824,917.86	843,143.32
在建工程	140,935.84	108,533.90	165,318.54	175,178.48
无形资产	1,965,690.89	1,935,559.84	3,679,857.62	3,651,348.65
总资产	42,956,411.59	51,746,136.03	63,209,704.89	64,524,018.48
其他应付款	2,195,809.22	3,018,834.77	3,479,817.48	3,350,332.37
短期债务	5,121,941.72	5,107,961.72	7,553,399.89	6,185,449.89
长期债务	10,798,661.04	13,991,664.55	15,913,777.88	17,611,743.76
总债务	15,920,602.76	19,099,626.27	23,467,177.77	23,797,193.65
净债务	9,783,551.80	13,691,220.80	17,856,074.36	17,930,793.49
总负债	36,369,387.72	43,337,763.50	52,061,757.47	52,834,991.42
费用化利息支出	334,590.97	512,391.83	470,331.74	127,035.75
资本化利息支出	154,662.65	187,073.00	310,483.70	65,687.62
所有者权益合计	6,587,023.86	8,408,372.53	11,147,947.41	11,689,027.06
营业总收入	3,726,759.01	4,482,086.23	5,860,135.81	946,620.82
经营性业务利润	333,518.27	496,815.09	861,389.06	89,260.96
投资收益	214,043.39	233,358.75	324,047.77	346,247.92
净利润	384,262.83	498,531.91	752,367.45	379,360.96
EBIT	919,045.15	1,292,141.43	1,653,227.03	546,552.33
EBITDA	1,024,432.83	1,411,822.82	1,797,513.92	--
经营活动产生现金净流量	-76,117.08	1,113,302.60	2,624,340.01	-1,002,036.97
投资活动产生现金净流量	-2,063,969.70	-1,763,595.24	-2,706,495.79	-1,321,859.85
筹资活动产生现金净流量	1,741,184.69	2,119,273.98	631,192.80	1,459,107.73
资本支出	105,170.26	61,010.65	148,756.50	12,103.71
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	40.13	42.62	41.70	34.46
期间费用率(%)	26.19	26.03	19.28	21.86
EBITDA 利润率(%)	27.49	31.50	30.67	--
总资产收益率(%)	2.29	2.73	2.88	3.42*
净资产收益率(%)	5.80	6.65	7.69	13.29*
流动比率(X)	0.89	0.99	0.98	0.97
速动比率(X)	0.60	0.63	0.55	0.50
存货周转率(X)	0.31	0.29	0.27	0.16*
应收账款周转率(X)	34.64	39.52	53.06	40.79*
资产负债率(%)	84.67	83.75	82.36	81.88
总资本化比率(%)	70.73	69.43	67.79	67.06
短期债务/总债务(%)	32.17	26.74	32.19	25.99
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.00	0.06	0.11	-0.17*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.01	0.22	0.35	-0.65*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.16	1.59	3.36	-5.20
总债务/EBITDA(X)	15.54	13.53	13.06	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.28	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.09	2.02	2.30	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.88	1.85	2.12	2.84

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际合并口径长期债务包括长期应付款、其他非流动负债中有息负债和租赁负债；3、短期债务包括其他应付款和其他流动负债中有息负债和应付票据；4、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无法计算；5、带\*指标已经年化处理。

### 附三：广州越秀集团股份有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	94,215.03	209,347.54	721,177.91	589,632.53
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2,487,743.31	3,314,364.48	2,413,385.09	2,566,231.03
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,921,661.04	3,323,323.58	3,398,116.21	4,018,116.21
固定资产	93.69	33.87	12.16	10.84
在建工程	--	--	--	--
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	5,777,688.66	7,142,912.60	7,153,522.51	7,405,193.53
其他应付款	1,536,729.09	2,350,834.28	961,098.20	1,247,985.30
短期债务	1,824,721.47	916,559.15	1,568,374.88	1,214,858.79
长期债务	1,376,707.45	2,172,262.62	1,964,750.87	2,264,967.33
总债务	3,201,428.93	3,088,821.77	3,533,125.75	3,479,826.13
净债务	3,107,213.89	2,879,474.23	2,811,947.84	2,890,193.60
总负债	4,797,244.15	5,443,003.70	4,496,452.20	4,731,682.98
费用化利息支出	111,293.37	158,895.98	158,159.62	34,391.59
资本化利息支出	0.00	0.00	--	--
所有者权益合计	980,444.51	1,699,908.90	2,657,070.31	2,673,510.55
营业总收入	2,838.29	3,036.24	3,079.57	514.76
经营性业务利润	-86,510.67	-100,802.39	-25,045.33	-6,810.19
投资收益	2,235.19	10,857.29	94,587.09	23,246.43
净利润	-83,768.41	-92,907.99	85,860.12	16,440.24
EBIT	27,524.97	65,987.98	244,019.74	50,831.83
EBITDA	27,630.28	66,038.12	244,040.53	--
经营活动产生现金净流量	734,975.03	-475,483.09	134,403.34	250,381.05
投资活动产生现金净流量	-1,287,293.72	-3,924.04	-885,669.12	-267,097.49
筹资活动产生现金净流量	493,206.05	527,340.44	1,328,287.37	-114,828.95
资本支出	0.00	0.00	0.00	620,000.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	3,139.33	3,413.28	874.08	1,418.19
EBITDA 利润率(%)	973.48	2,175.00	7,924.51	--
总资产收益率(%)	0.58	1.02	--	--
净资产收益率(%)	-8.57	-6.93	3.94	2.47*
流动比率(X)	0.83	1.10	1.39	1.28
速动比率(X)	0.83	1.10	1.39	1.28
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	83.03	76.20	62.86	63.90
总资本化比率(%)	76.55	64.50	57.08	56.55
短期债务/总债务(%)	57.00	29.67	44.39	34.91
经营活动净现金流/总债务(X)	0.23	-0.15	0.04	0.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.40	-0.52	0.09	0.82*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.60	-2.99	0.85	7.28
总债务/EBITDA(X)	115.87	46.77	14.48	--
EBITDA/短期债务(X)	0.02	0.07	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.25	0.42	1.54	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.25	0.42	1.54	1.48

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的有息部分调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业总收入—营业成本）/营业总收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。