



广州市城市建设开发有限公司 2023 年 面向专业投资者公开发行公司债券 (第一期) 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20230089D-01

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技（北京）有限公司对该受评对象提供了绿色债券服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 1 月 12 日

发行人	广州市城市建设开发有限公司	
担保主体及评级结果	广州越秀集团股份有限公司	AAA/稳定
本期债项评级结果	广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）	AAA
	广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）	AAA
发行要素	<p>本次债券注册规模为不超过 94.00 亿元，其中本期拟发行金额为不超过人民币 19.00 亿元（含 19.00 亿元）。本期债券分为 2 个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。本期债券每年付息一次、到期一次还本。募集资金拟全部用于偿还发行人有息负债。</p>	
评级观点	<p>中诚信国际肯定了广州市城市建设开发有限公司（以下简称“广州城建”或“公司”）的控股股东广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）背景实力很强、项目储备充足且布局合理、财务杠杆维持在较低水平以及备用流动性充足且融资渠道通畅等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、公司对于合作项目的运营和资金管理情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本期债项信用等级充分考虑了广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息的保障作用。</p>	

正面

- 作为越秀集团旗下主要的房地产开发平台，在项目资源、资本运作等方面可持续得到股东方较大支持
- 项目储备充足且布局合理
- 财务杠杆维持在较低水平，备用流动性充足且融资渠道通畅
- 有效的偿债担保措施

关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 合作项目运营和资金管理情况

项目负责人：李 昂 ali@ccxi.com.cn
项目组成员：彭俊贤 jxpeng@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

广州城建（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
总资产（亿元）	2,184.22	2,474.63	2,923.00	3,007.81
所有者权益合计（亿元）	620.14	714.60	780.06	792.19
总负债（亿元）	1,564.08	1,760.04	2,142.94	2,215.61
总债务（亿元）	522.56	516.94	572.32	687.10
营业总收入（亿元）	369.85	423.27	542.83	295.52
净利润（亿元）	58.27	58.24	70.88	35.04
EBITDA（亿元）	70.64	67.06	68.48	--
经营活动净现金流（亿元）	98.98	173.21	24.28	-74.67
营业毛利率(%)	35.39	28.11	24.33	22.31
净负债率(%)	51.05	39.06	39.08	61.24
总债务/EBITDA(X)	7.40	7.71	8.36	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.70	2.41	2.50	--

注：1、中诚信国际根据广州城建提供的其经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理；其中，2019 年和 2020 年财务数据分别为 2020 年和 2021 年审计报告期初重列数，2021 年财务数据采用 2021 年审计报告期末数。2、中诚信国际将其他应付款、其他非流动负债中有息部分计入总债务。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

担保主体财务概况

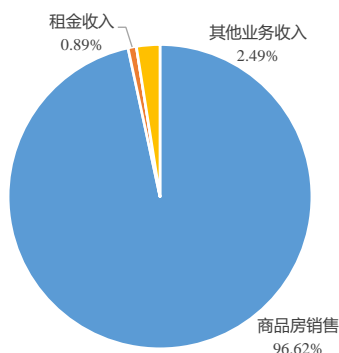
越秀集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
总资产（亿元）	6,320.97	6,754.61	7,824.80	8,388.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	969.90	1,145.86	1,293.01	1,337.00
总负债（亿元）	5,206.18	5,463.86	6,386.89	6,907.09
总债务（亿元）	2,438.64	2,696.86	3,169.14	3,542.44
营业总收入（亿元）	586.01	696.59	871.62	471.09
经营性业务利润（亿元）	86.14	93.07	128.19	62.01
净利润（亿元）	75.24	109.90	116.11	60.03
EBITDA（亿元）	164.91	204.33	228.62	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	262.43	116.74	8.06	49.88
总资本化比率(%)	71.55	70.18	71.02	72.60
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.02	2.52	2.69	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其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 2019~2020 年的审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2021 年的审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

发行人概况

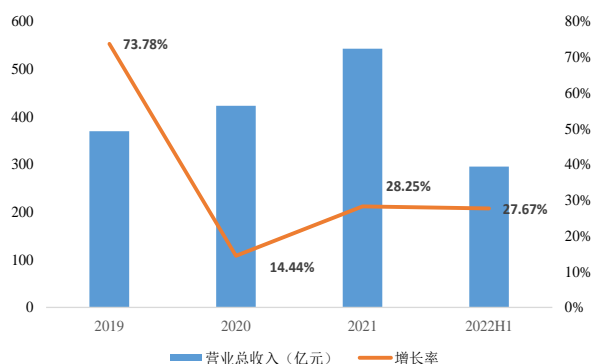
广州市城市建设开发有限公司（以下简称“广州城建”或“公司”）系根据广州市城市建设开发集团有限公司（以下简称“城建集团”）和雅康投资有限公司（ACON INVESTMENT LTD.，以下简称“雅康投资”）于 2001 年 12 月 8 日签订的《合资经营广州市城市建设开发有限公司合同》设立。经过多年发展，公司已成为一家集房地产开发、物业经营于一体的综合性房地产产业集团，形成了以粤港澳大湾区为核心，以华东、华中、北方、西南四大区域为重要支撑的全国化战略布局。2021 年，公司实现营业总收入 542.83 亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 6 月末，公司注册资本和实收资本为 19.09 亿元，其中雅康投资持股占比 95%，广州市城市建设开发集团有限公司持股占比 5%。广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）为公司间接控股股东。公司实际承担越秀集团旗下的房地产业务，为越秀集团旗下香港上市公司越秀地产股份有限公司（股票代码：00123.HK）在中国境内的主要运营主体。广州市人民政府授权广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）履行出资人职责，持有越秀集团 89.10%股份，广东省财政厅持有其余 9.90%股份，故公司实际控制人为广州市国资委。

本期债券概况

本次债券注册规模为不超过 94.00 亿元，其中本期拟发行金额为不超过人民币 19.00 亿元（含 19.00 亿元）。本期债券分为 2 个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。本期债券每年付息一次、到期一次还本。募集资金拟全部用于偿还发行人有息负债。

本期债券由越秀集团提供不可撤销连带责任保证担保。

若公司发行规模达到上限 19 亿元，公司总债务规模将小幅增长 2.77%至 706.10 亿元¹，短期债务占比将小幅下降 0.85 个百分点至 30.91%，货币资金将增加 5.79%至 347.28 亿元，现金短债比将有

¹ 此处同比分析基于 2022 年半年报数据，下同。

所优化。

发行人信用质量分析概述²

中诚信国际认为，部分房企信用风险事件发酵导致 2022 年以来商品房销售持续低迷，且短期内仍面临一定下行压力；在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续；虽然房地产政策边际好转，但市场企稳仍有待观察，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

受房地产调控政策的影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，2021 年房地产销售额和销售面积呈倒“V”态势。2022 年以来，房地产市场景气度持续低迷，1~11 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 23.3%和 26.6%。2022 年前三季度，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房企开发投资力度减弱、拿地意愿不足，预计在销售回暖前房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续。为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整；中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

中诚信国际认为，广州城建具有较强的规模优势和抗风险能力，经营稳健度较高，项目储备较为充足且区域布局良好。

公司地产项目稳步拓展至珠三角、长三角等区域，具有较强的规模优势；在低迷的市场环境下，2022 年越秀地产全口径销售金额保持增长，公司作为越秀地产在境内的运营主体，表现出较强的抗风险能力。

公司是越秀地产在境内的主要运营主体，定位于开发中、高端房地产项目，业务以广州地区为核心，并稳步拓展至东莞、中山、南京、苏州、上海、宁波、武汉、重庆、青岛等珠三角、长三角、华中、西南和环渤海等区域的多个城市，已具备较强的规模优势。从产品线来看，公司坚持“住宅地产+商业地产”双轮驱动战略，现已建成多个较为成熟的住宅产品线和中小型综合体。项目开发方面，近年来公司并表项目开发节奏有所起伏，新开工面积波动变化，竣工面积呈上升趋势。2022 年上半年，公司保持较快的开发节奏，截至 2022 年 6 月末，公司在建建筑面积为 1,301.88 万平方米。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2019	2020	2021	2022.1~6
新开工面积	385.15	493.21	343.51	303.35
竣工面积	267.62	334.28	332.63	96.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，受各年销售项目并表比例不同的影响，公司并表口径销售金额有所波动。但从越秀地产

² 2020 年新开工面积、竣工面积、签约销售面积、签约销售金额及新增土地储备等数据与 2021 年 6 月 23 日披露的《广州市城市建设开发有限公司 2021 年度跟踪评级报告》中不一致，主要系数据统计口径调整所致。

公布的数据来看，越秀地产全口径销售金额保持增长，尤其在 2022 年整体市场低迷的情况下，其仍能维持增长趋势，1~12 月累计实现全口径销售金额 1,250.3 亿元，同比增长约 8.6%。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2019	2020	2021	2022.1~6
销售面积（并表口径）	209.79	266.16	260.37	91.53
销售金额（并表口径）	449.90	715.86	688.16	258.98
销售均价（并表口径）	21,445	26,896	26,430	28,295

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，2021 年公司在湾中区域（含湾东区域和轨交）和华东区域的签约销售金额合计占比达 85.66%。具体来看，2021 年公司销售金额排名前五的城市公司分别为广州、杭州、苏州、长沙和佛山，销售占比分别为 71.59%、6.81%、5.20%、4.65%和 4.17%。2022 年上半年湾中区域和华东区域仍为销售主要贡献区域，销售金额合计占比 88.91%。

表 3：近年来公司地产销售情况（万平方米、亿元）

区域	2019		2020		2021		2022.H1	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
湾中区域 （含湾东区域和轨交）	83.95	228.82	132.50	457.70	139.13	492.67	54.37	189.85
华东区域	62.74	129.28	64.96	162.34	52.00	96.78	15.55	40.41
湾西区域	25.79	37.77	17.12	32.04	23.08	43.03	5.66	8.82
华中区域	14.35	14.90	30.54	34.28	31.59	36.71	10.93	14.26
北方区域	22.98	39.13	17.90	26.73	8.85	9.86	3.27	2.69
西南区域	--	--	3.13	2.77	5.73	9.10	1.75	2.94
合计	209.79	449.90	266.15	715.86	260.37	688.16	91.53	258.98

注：湾中区域包括广州，湾东区域包括广州南沙区，轨交区域包括广州地铁合作项目；湾西区域包括中山、江门、佛山、东莞、鹤山；华中区域包括武汉、长沙、郑州、襄阳，华东区域包括杭州、南京、苏州、嘉兴、舟山、上海，北方区域包括青岛、烟台、沈阳、济南，西南区域包括成都和重庆。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司储备项目资源较为充足且区域布局良好，可为其未来发展提供强有力的支持。

截至 2022 年 6 月末，公司土地储备面积³合计 1,660.28 万平方米，按其销售规模测算，公司土地储备充足，可为其未来业务发展提供保障。从土地储备区域分布来看，2022 年 6 月末湾中区域（含湾东区域和轨交区域）、华东区域和华中地区土地储备面积占比较大，分别为 61.73%、14.98%和 9.38%。整体来看，公司土地储备充足，并形成以自身优势较大及经济发展较好的区域为主的良好布局。

表 4：截至 2022 年 6 月末公司土地储备分布情况（个、万平方米）

区域	数量	宗地面积	总建筑面积	占比
湾中区域（含湾东区域和轨交区域）	29	259.55	1,024.95	61.73%
华东区域	11	108.60	248.75	14.98%
华中区域	7	38.83	155.67	9.38%
北方区域	5	71.73	111.34	6.71%

³ 项目储备口径为在建未售面积和待开发面积。

湾西区域	5	21.45	93.29	5.62%
其他地区	3	13.88	26.29	1.58%
总计	60	514.02	1,660.28	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司土地投资力度较大，向自身优势较大及经济发展较好的区域集中；畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供支持，整体经营稳健度较高。

随着公司在全国范围内业务布局的推进，公司近年来投资力度较大，2019~2021 年公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 76.90%、35.39%和 62.04%。2021 年公司将拿地重心放在自身的优势区域及经济发展程度较高的区域核心城市，当年新增并表项目 19 个，新增土地储备建筑面积排名前五的城市分别为广州、南京、东莞、苏州和上海，占比分别为 73.93%、5.25%、4.39%、3.62%和 3.60%；2021 年公司拿地均价有所上升。2022 年上半年公司在广州、杭州、郑州共新增 4 个并表项目。从越秀地产公布的数据来看，越秀地产上半年共获取 16 个项目，下半年共获取 20 个项目，仍保持较大的投资强度。

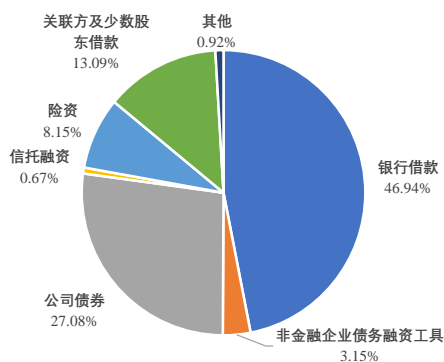
表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2019	2020	2021	2022.1-6
新增项目数量	16	12	19	4
新增土地储备面积	559.81	319.41	452.72	41.52
新增土地储备金额	345.96	253.31	426.94	30.86
新增土地均价	6,179.95	7,930.56	9,430.55	7,432.56
期末土地储备总面积	1,477.33	1,549.74	1,678.78	1,660.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

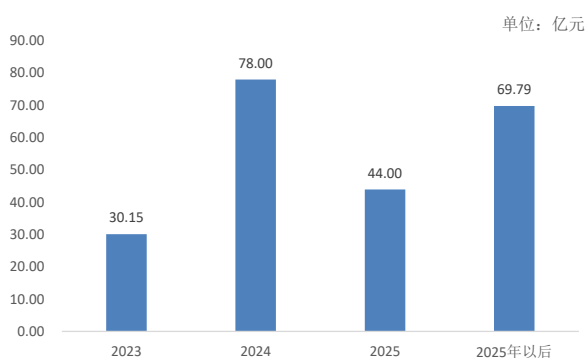
融资渠道方面，公司主要通过银行借款和发行公司债券进行筹资。公司与金融机构保持友好合作关系，在近期市场整体融资环境收紧的背景下，公司到期的公开市场信用债均实现接续，且融资成本较低，保持了通畅的融资渠道，可为公司业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度较高。

图 3：截至 2021 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 4：截至 2022/12/15 公司公开市场债务到期/回售分布情况



资料来源：公开数据，中诚信国际整理

持有型物业租金收入可为公司带来一定现金流补充。

持有型物业方面，公司租金收入贡献较大来源主要系广州越秀金融大厦、广州环贸中心、寺右新

马路南二街等停车场、体育东路 16,18,20,22 号首层等商铺、广州广源文化中心取得的收入，可为公司带来一定的现金流补充。

表 6：近年来公司主要持有的经营性物业租金收入情况（万元）

投资性物业项目	2019	2020	2021	2022.1~6
广州越秀金融大厦	33,202	33,047	30,883	--
广州环贸中心	--	--	4,876	8,012
寺右新马路南二街等停车场	2,440	1,830	1,678	713
体育东路 16, 18, 20, 22 号首层等商铺	1,440	1,325	1,413	410
广源文化中心	1,905	1,865	1,153	356
白马大厦停车场	1,297	1,027	1,069	306
二沙 11 区	716	614	783	550
国际羽毛球培训中心	738	627	753	415
天河南住 4 区综合服务楼	289	368	514	94
城总大厦	426	333	411	231
天晖阁停车场	198	41	29	19
南海星汇云锦及悦汇天地	3,620	--	--	--
其他零星物业	4,535	5,193	4,687	3,436
合计	50,806	46,270	48,249	14,544

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，广州城建经营性业务利润持续增长，盈利能力仍较强；合作项目的增多及市场的下行对其项目运营管理能力提出更高要求，但公司财务结构保持稳健，EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间，且畅通的融资渠道可为其业务运营及再融资提供强支持。

受结转项目土地成本上升的影响，公司营业毛利率持续下滑，但经营性业务利润保持增长，在当前行业下行的背景下，公司整体盈利能力仍较强。

公司主营业务突出，商品房销售占营业总收入比重保持在 90%以上，租金收入和其他业务收入对公司收入形成了一定补充。近年来公司商品房销售收入持续增长，带动整体营业收入不断增长。毛利率方面，近年来，受行业发展趋势的影响，商品房结转项目土地成本不断上升，公司商品房销售板块毛利率持续下滑，带动了整体毛利率的下降，但仍处于行业较高水平。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用随着业务规模扩大而增长；公司利息支出的资本化比例较大，同时由于收到利息收入，2020~2021 年公司财务费用均为净收益；综合来看，公司期间费用率处于较低水平。盈利方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，随着营业收入增长，公司经营性业务利润呈上升趋势。2021 年因广州环贸中心竣工投入使用，公司公允价值变动收益同比大幅增长 185.84%；由于处置物业、广州越秀金融大厦等子公司，当期公司投资收益同比增长 26.00%；近年来公司计提的存货减值损失规模不断增长，2021 年公司资产减值同比大幅增长 106.67%，主要系对广州、从化、鹤山等地住宅项目及部分商业计提减值所致。近年来净利润率处于下降趋势，但仍保持在较高水平。2022 年上半年，公司营业收入增长带动经营性业务利润增长，投资收益亦对利润总额形成一定补充，公司利润总额及净利润同比分别增长 8.82%和 14.03%。

表 7：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元）

项目	2019		2020		2021		2022.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	337.99	35.88%	397.51	28.54%	524.48	24.53%	289.18	22.66%
房屋租赁	5.08	80.66%	4.63	73.62%	4.83	71.94%	1.45	21.19%
物业管理	9.03	17.31%	4.76	3.19%	--	--	--	--
其他业务	17.75	22.43%	16.37	12.03%	13.53	-0.23%	4.88	1.69%
合计	369.85	35.39%	423.27	28.11%	542.83	24.33%	295.52	22.31%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~6
期间费用率	6.37%	5.40%	5.10%	3.67%
经营性业务利润	65.36	63.95	76.27	42.33
投资收益	12.55	12.36	15.58	5.23
资产减值损失	1.80	4.69	9.70	2.19
信用减值损失	--	--	--	--
EBITDA	70.64	67.06	68.48	--
利润总额	77.18	77.02	97.50	46.24
净利润率	15.76%	13.76%	13.06%	11.86%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模大，净负债率维持在较低水平，财务结构稳健；但随着合作项目的增多以及市场的下行，公司对于合作项目的业务运营及资金管理情况值得关注。

公司具有很大的资产规模；从资产结构来看，存货（包含流动资产中的存货和非流动资产中的存货）是其主要构成，近年来占总资产比例保持在 58%左右，其次为其他应收款和货币资金。具体来看，公司存货保持增长，其中 2021 年末增长较快，存货周转率有所改善，但存货中开发产品占比仍略为偏高，部分项目的后续去化有待关注；随着合作项目增多，其他应收款和长期股权投资规模均保持增长，当前下行的市场环境对合作项目的业务运营及资金管理提出更高要求；公司货币资金总量小幅波动，其中受限部分占比于 2022 年 6 月末有较明显上升，主要因销售回款主要集中在二季度，相关资金未达到解监条件，但非受限货币资金规模仍尚可。

负债方面，预收款项（含合同负债，下同）和债务是公司负债的最主要构成。公司预收款项余额较大，截至 2022 年 6 月末，公司预收款项为 2021 年营业收入的 1.30 倍，对未来收入结转提供较强支撑。随着业务规模的快速扩张，公司总债务规模有所增长，其中 2022 年 6 月末随着前期拿地项目开发融资需求增长，总债务增长较为明显，但债务期限结构较为合理。

所有者权益方面，由于并表合作项目合作方补足资本金，2021 年公司少数股东权益规模同比增长，所有者权益呈增长趋势。财务杠杆方面，由于货币资金受限比例上升及债务规模增长，公司净负债率有所上升，但仍处于较低水平。

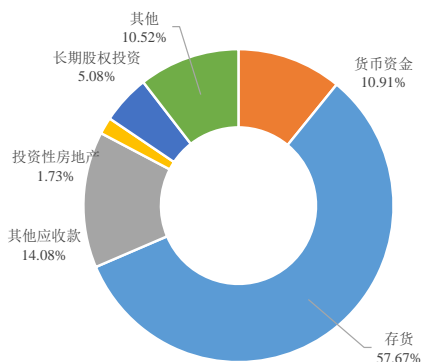
表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~6
货币资金	262.86	327.33	343.18	328.28
其他应收款	316.82	329.38	397.32	423.38

存货（流动+非流动） ⁴	1,332.83	1,458.84	1,716.32	1,734.72
开发产品/存货	8.86%	15.67%	14.04%	13.74%
存货周转率（次/年）	0.26	0.22	0.26	--
长期股权投资	50.44	78.73	105.68	152.76
流动资产占比	90.47%	88.75%	91.17%	89.74%
总资产	2,184.22	2,474.63	2,923.00	3,007.81
其他应付款	449.50	342.11	410.84	439.67
预收款项	386.01	541.57	719.37	704.11
总债务	522.56	516.94	572.32	687.10
短期债务/总债务	26.47%	14.31%	44.11%	31.77%
净负债率	51.05%	39.06%	39.08%	61.24%
少数股东权益	134.65	192.10	254.08	272.63
所有者权益	620.14	714.60	780.06	792.19

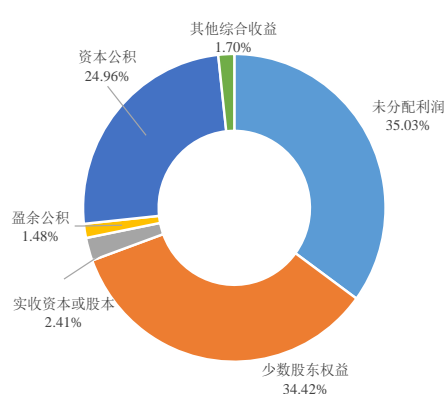
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2022 年 6 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2022 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力有所减弱，货币资金受限比例阶段性上升，但 EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间。

近年来，公司并表口径销售回款表现良好，销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，经营活动现金流持续净流入，但净流入规模下降，且 2022 年上半年由于并表销售下滑，经营活动现金流呈净流出状态。近年来公司房地产项目收购及为关联方提供资金等支出较多，投资活动现金持续呈净流出态势。2021 年下半年以来行业再融资受限，但公司融资渠道畅通，2021 年全年及 2022 年上半年筹资活动现金流均呈净流入态势。

得益于公司盈利规模的增长，近年来 EBITDA 对债务本息提供的支持保持在合理水平。债务期限结构上来看，公司债务以长期债务为主；由于货币资金受限比例阶段性上升，2022 年 6 月末非受限货币资金未对短期债务形成覆盖。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~6
经营活动净现金流	98.98	173.21	24.28	-74.67
销售商品、提供劳务收到的现金	433.27	567.24	719.55	250.66
投资活动净现金流	-253.32	-78.79	-69.93	-79.34

⁴ 公司将部分存货计入非流动资产，为便于与其他房地产公司比较分析，本报告将此部分调整至流动资产。

筹资活动净现金流	179.06	-67.41	75.32	88.45
总债务/EBITDA	7.40	7.71	8.36	--
EBITDA 利息倍数	2.70	2.41	2.50	--
非受限货币资金/短期债务	1.49	3.21	1.06	0.93
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.21	0.91	0.80	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计 304.20 亿元，其中受限制的存货 177.84 亿元，主要为长期借款抵押；受限货币资金 126.36 亿元，主要为监管户资金。截至 2022 年 6 月末，公司受限资产占总资产的比重为 10.11%。

截至 2022 年 6 月末，公司合并口径对外担保合计 47.92 亿元，占当期末所有者权益的比重为 6.05%。

截至 2022 年 6 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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，2019~2022 年 9 月 24 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。

预测与假设⁵

假设

——2022 年，广州城建全年并表销售规模预计同比下降 10%左右。

——2022 年，预计广州城建全口径土地投资规模下降 25%左右。

——2022 年，预计广州城建收入结转占期初合同负债的比例与上年基本持平，预计收入规模同比上升，全年毛利率预计将延续上半年水平。

预测

表 11：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
净负债率(%)	39.06	39.08	45.0~55.0
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.91	0.80	1.0~1.2

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，广州城建的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

受市场下滑的影响，公司并表销售回款规模预计将有所下降；2022 年 6 月末公司非受限货币资

⁵ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

金为 126.36 亿元，对短期债务的偿还提供一定支持；此外，公司尚未使用的授信额度达 315 亿元且融资渠道通畅，备用流动性较好。

公司资金流出主要用于获取土地储备、建安和各项税费支出以及偿还债务。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出，可控性较强。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司聚焦“双碳”目标，推动绿色低碳发展，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司积极响应“双碳”目标，坚持走可持续发展实践理念，聚焦绿色建筑设计；升级现场标准化建造体系，打造更环保工地；推行绿色管理和绿色租赁，开展节能改造和排放管理，打造更低碳商住空间。

社会方面，公司设置了合理的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；公司响应国家号召展开乡村振兴活动，帮助支持教育和文体发展，同时积极支援对抗传染病工作，与各边界带手共同参与公益活动。近三年未发生一般事故以上的安全事故。

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会，由 10 名董事组成，由城建集团委派 1 人，雅康投资委派 9 人。公司设董事长 1 人，由雅康投资委派，公司设副董事长 1 人，由城建集团和雅康投资共同商定，董事长、副董事长任期 3 年，经委派方委派可以连任。董事会下设公司的经营班子，负责公司的日常经营事宜。具体部门设置方面，公司设有财务（金融）部、审计与风险管理部、法律事务部、物业服务事业部等部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置基本适应当前的经营发展需要。

管理制度建设方面，公司根据《公司法》等法律法规的相关要求，结合其业务经营情况，建立了较为完善的内部控制及管理制度。财务管理方面，公司实行收支两条线的总部统筹管理方式。招标采购管理制度方面，按采招主办机构划分，分为公司招标采购和项目招标采购。

战略方面，广州城建按照“回归一二线城市”的拓展战略导向，明确“住宅与商业并举”、“产业经营与资本运作并行”的发展思路，把握市场机遇，吸纳优质土地储备，实行住宅地产和商业地产双轮驱动的发展策略，通过加强项目管理等方式实现其成本控制和收益率目标，保持业务良性、平稳的发展。从业务模式的优化来看，基于过往的开发经营及区域品牌效应，公司将坚持选择目标城市的黄金地块作为项目储备，从而降低市场风险对业务的冲击。公司将充分发挥越秀地产香港上市内房企中唯一拥有房地产信托基金的优势，实现由“拿地+开发+销售”的传统房地产发展模式向“开发+运营+金融”的高端商业发展模式转型，致力将公司打造成为“具有较高影响力和知名度的大型全国性综合房地产企业”。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

偿债保障措施

广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保。

越秀集团成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 10,000 万元，广州市人民政府系公司的唯一出资人，并授权广州市国资委履行出资人职责。后经过多次增资，截至 2022 年 6 月末，越秀集团注册资本和实收资本均为 112.69 亿元；广州市人民政府持有公司、广东省财政厅和广州国资发展控股有限公司分别持有公司 89.10%、9.90%和 1.00%的股权，广州市人民政府为公司控股股东及实际控制人。

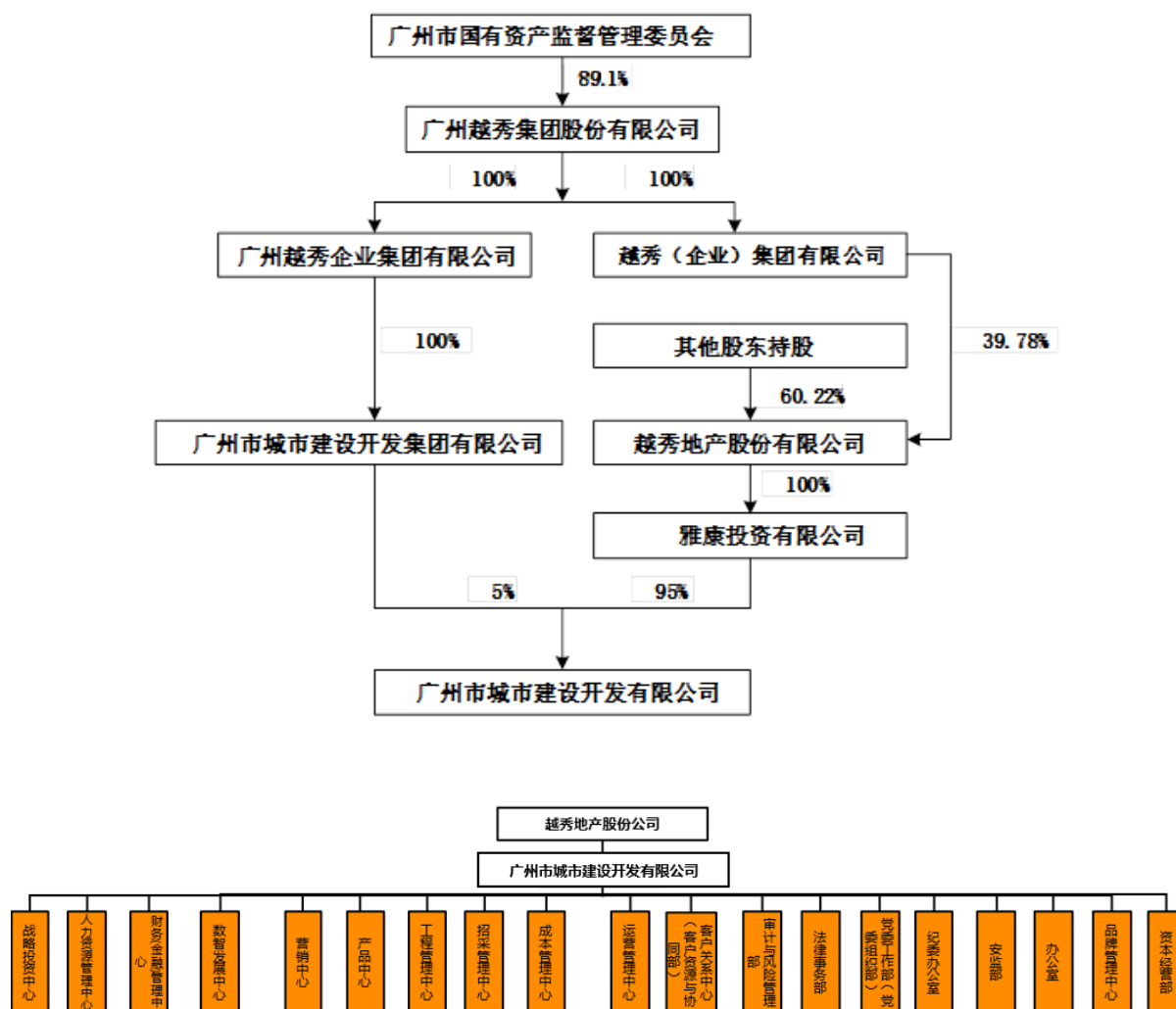
作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，越秀集团旗下众多子公司已实现上市，具体包括越秀地产、越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK）、越秀房地产投资信托基金（股票代码 00405.HK）、广州越秀资本控股集团股份有限公司（股票代码 000987.SZ）、越秀服务集团有限公司（股票代码 06626.HK）和华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT（股票代码 180202.SZ）。截至 2022 年 9 月末，越秀集团资产总额 8,623.82 亿元，2021 年越秀集团实现营业收入 871.62 亿元，2022 年 1~9 月实现收入 693.00 亿元。

综合来看，中诚信国际评定越秀集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对本期债项还本付息起到有力保障作用。

评级结论

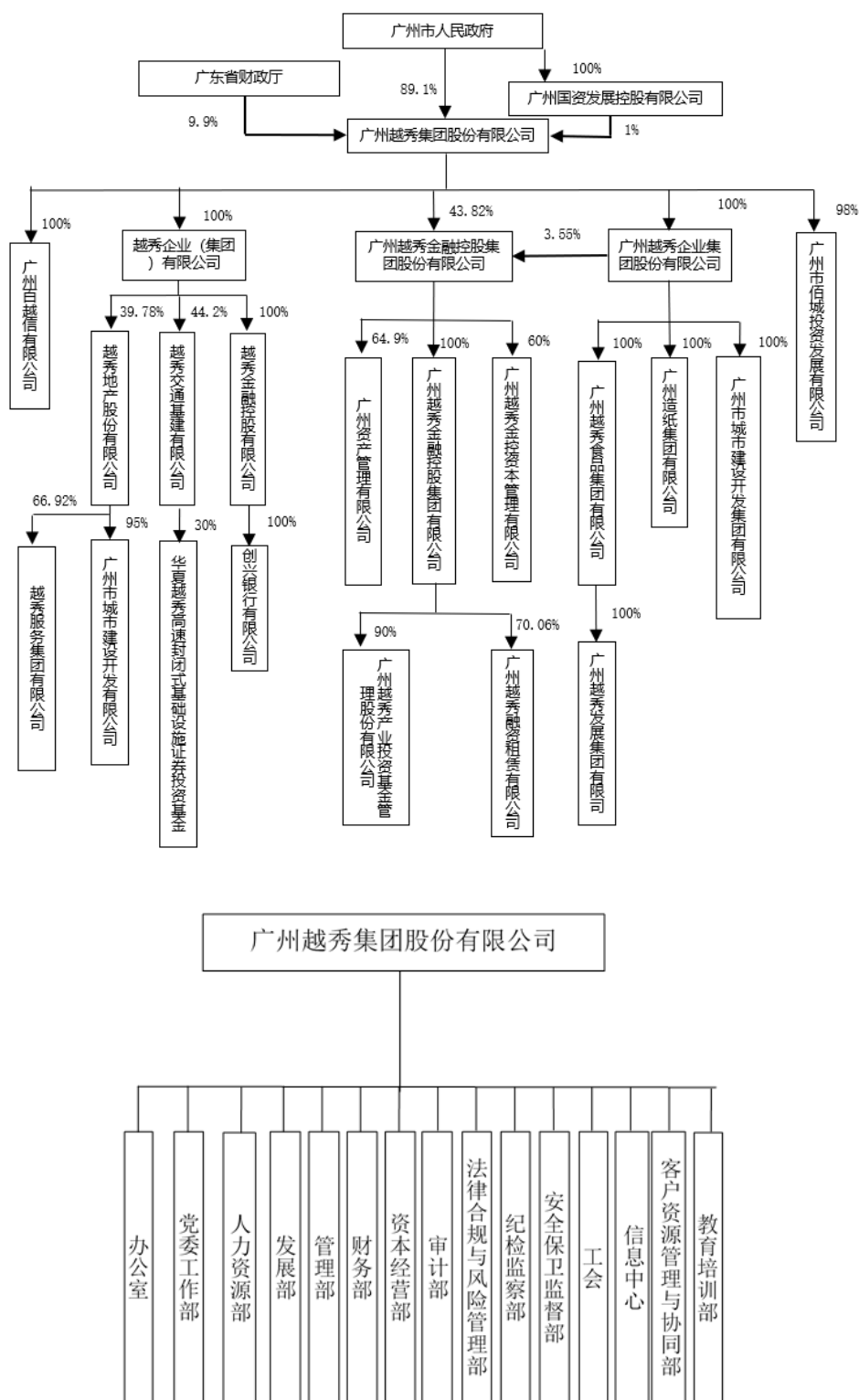
综上所述，中诚信国际评定“广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）”的信用等级为 **AAA**；评定“广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”的信用等级为 **AAA**。

附一：广州市城市建设开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）

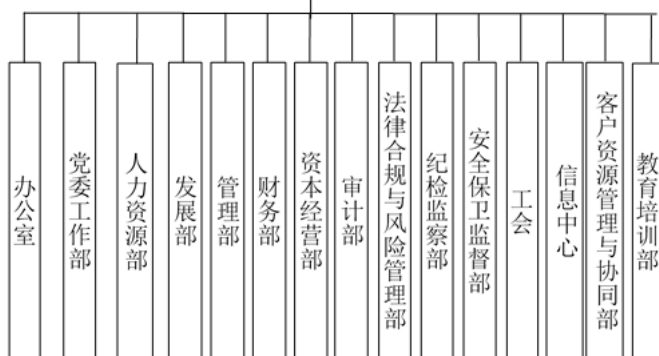


资料来源：公司提供

附二：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 2022 年 6 月末）



广州越秀集团股份有限公司



资料来源：公司提供

附三：广州市城市建设开发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）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	2,628,556.21	3,273,285.79	3,431,847.84	3,282,833.88
其他应收款	3,168,203.36	3,293,834.63	3,973,223.55	4,233,757.60
存货	13,328,255.72	14,588,404.24	17,163,184.38	17,347,247.34
长期投资	635,875.13	914,274.28	1,162,296.10	1,633,158.80
固定资产	114,669.16	170,176.66	157,898.17	151,679.42
在建工程	132,133.35	142,373.76	226,241.09	258,772.15
无形资产	349,866.20	329,059.60	325,968.14	326,040.98
投资性房地产	790,145.00	1,144,594.00	518,638.00	521,739.00
资产总计	21,842,232.20	24,746,311.58	29,230,023.57	30,078,052.79
预收款项	3,860,127.25	5,415,708.19	7,193,653.40	7,041,074.29
其他应付款	4,495,021.89	3,421,088.43	4,108,413.99	4,396,704.19
短期债务	1,383,199.93	739,832.73	2,524,218.72	2,182,592.34
长期债务	3,842,433.21	4,429,582.92	3,198,980.86	4,688,411.66
总债务	5,225,633.14	5,169,415.65	5,723,199.58	6,871,004.00
净债务	3,165,540.09	2,791,254.61	3,048,277.14	4,851,772.12
负债合计	15,640,827.73	17,600,356.67	21,429,403.97	22,156,129.00
所有者权益合计	6,201,404.47	7,145,954.92	7,800,619.60	7,921,923.79
利息支出	262,068.81	278,778.34	274,190.41	--
营业总收入	3,698,499.62	4,232,654.96	5,428,330.87	2,955,159.95
经营性业务利润	653,588.46	639,535.39	762,662.09	423,304.37
投资收益	125,505.96	123,613.29	155,753.06	52,335.94
净利润	582,744.12	582,396.11	708,771.05	350,440.96
EBIT	695,112.67	658,490.00	663,149.52	--
EBITDA	706,360.63	670,555.57	684,766.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,332,739.73	5,672,402.41	7,195,508.69	2,506,614.66
经营活动产生的现金流量净额	989,832.05	1,732,092.09	242,793.86	-746,716.99
投资活动产生的现金流量净额	-2,533,153.67	-787,917.89	-699,260.92	-793,444.08
筹资活动产生的现金流量净额	1,790,579.92	-674,077.13	753,234.55	884,471.37
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	35.39	28.11	24.33	22.31
期间费用率（%）	6.37	5.40	5.10	3.67
EBITDA 利润率（%）	19.10	15.84	12.61	--
净利润率（%）	15.76	13.76	13.06	11.86
净资产收益率（%）	9.40	8.73	9.48	--
存货周转率（X）	0.26	0.22	0.26	--
资产负债率（%）	71.61	71.12	73.31	73.66
总资本化比率（%）	45.73	41.98	42.32	46.45
净负债率（%）	51.05	39.06	39.08	61.24
短期债务/总债务（%）	26.47	14.31	44.11	31.77
非受限货币资金/短期债务（X）	1.49	3.21	1.06	0.93
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.14	0.28	-0.01	-0.26*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.53	1.96	-0.01	-0.81*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.78	6.21	0.89	-5.36
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.21	0.91	0.80	1.37*
总债务/EBITDA（X）	7.40	7.71	8.36	--
EBITDA/短期债务（X）	0.51	0.91	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.70	2.41	2.50	--

注：1、2022 年半年报未经审计；2、将合同负债计入预收款项；3、带“*”指标经年化处理。

附四：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）	2019	2020	2021	2022.6
货币资金	5,611,103.41	6,444,895.55	7,807,350.54	8,652,854.56
非受限货币资金	5,474,616.74	6,259,574.72	7,676,968.49	8,528,795.88
应收账款	73,883.94	89,353.62	108,304.09	150,654.49
其他应收款	3,150,439.18	3,192,430.69	4,025,711.55	3,448,748.40
存货	15,200,313.93	15,961,242.30	18,109,446.56	18,426,925.93
长期投资	8,302,985.31	8,282,694.41	8,393,877.71	9,400,954.36
在建工程	165,318.54	207,739.88	374,849.31	466,846.83
无形资产	3,679,857.62	3,608,740.90	3,618,533.24	3,638,614.70
资产总计	63,209,704.89	67,546,130.30	78,247,952.80	83,880,579.98
其他应付款	3,559,241.03	1,869,696.58	2,800,847.28	3,102,415.36
短期债务	7,098,730.19	9,777,644.71	12,430,180.55	14,407,761.97
长期债务	17,287,706.69	17,190,970.14	19,261,254.03	21,016,637.27
总债务	24,386,436.88	26,968,614.85	31,691,434.58	35,424,399.23
负债合计	52,061,757.47	54,638,611.42	63,868,929.59	69,070,911.87
利息支出	814,782.46	809,509.46	849,075.40	--
经调整的所有者权益合计	9,698,995.52	11,458,567.00	12,930,071.33	13,370,026.60
营业总收入	5,860,135.81	6,965,921.86	8,716,181.06	4,710,922.96
经营性业务利润	861,389.06	930,708.13	1,281,863.10	620,082.53
其他收益	9,802.81	21,985.01	26,281.77	5,425.23
投资收益	324,047.77	570,031.55	484,626.34	148,147.15
营业外收入	53,778.46	16,592.74	16,799.30	78,463.55
净利润	752,367.45	1,099,049.68	1,161,051.13	600,313.55
EBIT	1,478,617.10	1,839,015.54	2,016,362.03	--
EBITDA	1,649,098.79	2,043,339.73	2,286,158.02	--
销售商品、提供劳务收到的现金	7,051,615.03	8,200,495.79	10,150,669.04	6,936,741.61
收到其他与经营活动有关的现金	1,575,119.34	4,721,661.63	4,661,038.65	1,318,769.17
购买商品、接受劳务支付的现金	7,014,032.57	7,706,452.53	11,787,811.16	6,308,937.37
支付其他与经营活动有关的现金	458,503.91	2,326,652.86	1,446,764.43	533,113.89
吸收投资收到的现金	1,365,527.94	731,480.66	867,915.09	25,491.13
资本支出	148,756.50	441,514.80	196,267.55	148,186.40
经营活动产生的现金流量净额	2,624,340.01	1,167,438.45	80,649.00	498,783.56
投资活动产生的现金流量净额	-2,706,495.79	-2,401,860.12	-2,693,846.38	-625,592.18
筹资活动产生的现金流量净额	631,192.80	719,234.24	4,841,862.19	1,642,971.37
现金及现金等价物净增加额	526,617.43	-452,131.68	2,149,466.46	1,681,031.58
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	35.58	27.14	25.09	22.27
期间费用率（%）	21.31	15.38	11.98	10.76
应收类款项占比（%）	10.79	10.05	10.69	10.53
收现比（X）	1.33	1.35	1.31	1.63
资产负债率（%）	82.36	80.89	81.62	82.34
总资本化比率（%）	71.55	70.18	71.02	72.60
短期债务/总债务（%）	29.11	36.26	39.22	40.67
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍	3.22	1.44	0.09	1.28
总债务/EBITDA（X）	14.79	13.20	13.86	--
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.21	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.02	2.52	2.69	--
营业毛利率（%）	35.58	27.14	25.09	22.27
期间费用率（%）	21.31	15.38	11.98	10.76
应收类款项占比（%）	10.79	10.05	10.69	10.53
收现比（X）	1.33	1.35	1.31	1.63

注：1、中诚信国际根据2019~2021年审计报告和未经审计的2022年半年度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、中诚信国际分析时将其他流动负债中有息债务及其他应付款中的有息债务调入“短期债务”，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务及其他权益工具调入“长期债务”；4、公司未提供2022年半年度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn