



广州越秀集团股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0299 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州越秀集团股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“19 越秀集团 GN001”、“20 越秀集团 MTN001”、“20 越秀集团 MTN003”、“21 越秀集团 MTN001”、“21 越秀集团 GN002（革命老区）”、“21 越秀集团 GN001（乡村振兴）”、“23 越秀集团 MTN001A”、“23 越秀集团 MTN001B”、“24 越秀集团 MTN002”、“20 广越 01”、“20 广越 02”、“21 广越 02”、“S21 广扶 2”、“21 广越 04”、“21 广越 06”、“21 广越 07”、“21 广越 Y1”、“21 广越 Y2”、“21 广越 08”、“21 广越 09”、“22 广越 Y1”、“22 广越 03”、“22 广越 04”、“23 广越 03”、“23 广越 04”、“23 广越 05”、“23 广越 08”、“23 广越 10”、“23 广越 11”、“23 广越 12”、“24 广越 01”、“24 广越 02”、“24 广越 04”、“24 广越 Y1”、“24 广越 Y2”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持公司主体及债项上次评级结论，中诚信国际肯定了广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）仍具有重要的主体地位和强大的股东支持、业务多元化发展且盈利能力很强、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司房地产板块易受行业环境及政策影响、公司债务规模上升较快、资产负债率处于较高水平等因素对公司经营及信用状况造成的影响。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；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。	

正面

- **战略地位显著且政府支持力度大。**作为粤港澳大湾区建设重要平台公司之一，公司区域地位突出，持续得到股东在资金补助、资产注入及划拨等方面的大力支持。
- **业务保持多元化发展趋势。**经过多年经营，公司现已形成以金融、房地产、交通基建、食品为核心产业，造纸等传统产业和未来可能进入的战略性新兴产业在内的“4+X”现代产业体系，各业务竞争实力较强且具备一定协同优势。
- **财务弹性很强。**公司控有多家上市平台，资本市场融资渠道畅通，优质的国企背景和资产质量亦使公司获得了充足的银行授信，总体财务弹性很强。

关注

- **房地产板块经营易受行业环境及政策变化影响。**在“房住不炒”行业政策基调下，公司房地产业务在土地获取、融资、销售等方面面临一定的政策压力，需持续关注行业环境及政策变化对公司房地产板块的影响。
- **债务规模增长较快，财务杠杆水平较高。**近年来随着各主业板块不断发展，公司资产、债务规模同步扩增，总

资本化比率稳定保持在71%左右，处于相对较高水平。

项目负责人：陈周祥 zhxchen@ccxi.com.cn

项目组成员：张悦 yzhang03@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

越秀集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	7,824.80	9,035.89	10,057.58	10,248.48
所有者权益合计（亿元）	1,437.90	1,576.77	1,752.36	1,769.77
负债合计（亿元）	6,386.89	7,459.12	8,305.22	8,478.72
总债务（亿元）	3,156.76	3,621.42	4,004.15	4,322.92
营业总收入（亿元）	871.62	1,060.27	1,237.22	213.19
净利润（亿元）	116.11	107.50	73.97	12.57
EBIT（亿元）	201.64	184.03	154.26	--
EBITDA（亿元）	228.62	222.41	203.42	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8.06	71.83	449.17	-275.35
营业毛利率（%）	25.09	22.19	18.78	18.13
总资产收益率（%）	2.58	2.18	1.62	--
EBIT 利润率（%）	26.08	19.19	14.48	--
资产负债率（%）	81.62	82.55	82.58	82.73
总资本化比率（%）	70.93	71.65	71.34	72.67
总债务/EBITDA（X）	13.81	16.28	19.68	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.69	2.36	1.98	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.01	--
越秀集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	963.74	1,069.07	1,133.67	1,180.32
所有者权益合计（亿元）	282.09	279.47	305.31	303.12
负债合计（亿元）	681.64	789.60	828.36	877.20
总债务（亿元）	760.60	828.29	885.33	948.07
营业总收入（亿元）	0.35	0.72	1.32	0.34
净利润（亿元）	31.92	13.26	18.40	-2.01
EBIT（亿元）	53.67	36.92	42.39	--
EBITDA（亿元）	53.67	37.29	42.90	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-14.38	13.77	-50.23	3.37
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
总资产收益率（%）	5.57	3.63	3.85	--
EBIT 利润率（%）	15,177.54	5,123.04	3,208.24	--
资产负债率（%）	70.73	73.86	73.07	74.32
总资本化比率（%）	84.63	85.94	84.59	85.63
总债务/EBITDA（X）	14.17	22.21	20.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.83	1.22	1.42	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.03	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021~2022 年财务数据分别采用了 2022~2023 年审计报告期初数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具中带息债务调入长期债务；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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	越秀集团	北控集团	首创集团	粤海控股
所有者权益合计（亿元）	1,752.36	1,366.84	897.29	991.20
总资产收益率（%）	1.62	1.30	0.74	0.91
资产负债率（%）	82.58	68.79	77.62	60.32
净利润（亿元）	73.97	56.50	30.35	22.19

中诚信国际认为，与同行业相比，越秀集团资本实力以及核心业务的运营实力处于较好水平，但财务杠杆率相对较高，盈利水平在可比对象中处于较高水平。

注：北控集团为“北京控股集团有限公司”的简称，首创集团为“北京首都创业集团有限公司”的简称，粤海控股为“广东粤海控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪情况

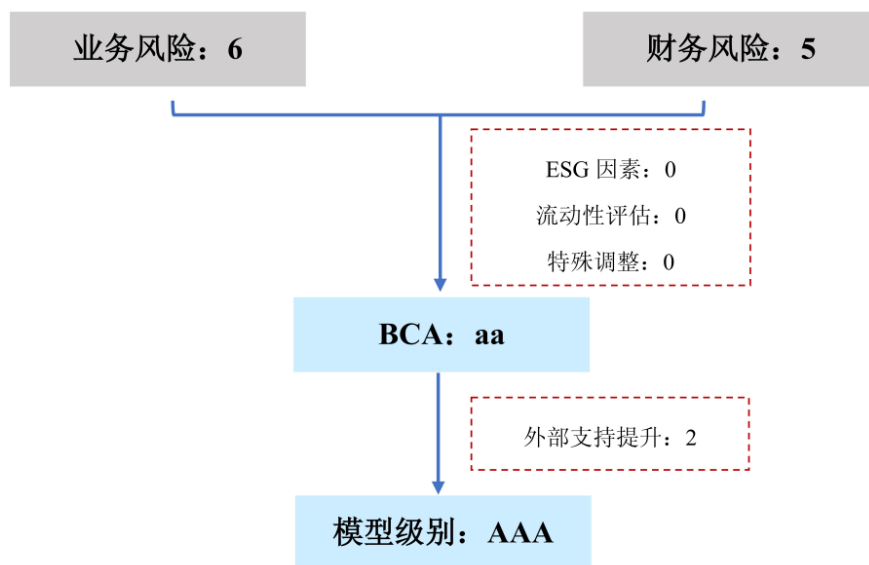
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
24 越秀集团 MTN002	AAA	AAA	2024/3/20 至本报告出具日	5.00/5.00	2024/04/12~2039/04/12	--
23 越秀集团 MTN001A	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/04/12~2026/04/12	--
23 越秀集团 MTN001B	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	15.00/15.00	2023/04/12~2033/04/12	--
21 越秀集团 GN002(革命老区)	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	6.00/6.00	2021/09/02~2026/09/02	--
21 越秀集团 GN001(乡村振兴)	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	8.00/8.00	2021/12/20~2024/12/20	--
21 越秀集团 MTN001	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	15.00/0.30	2021/03/18~2026/03/18	回售,调整票面利率
20 越秀集团 MTN003	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	10.00/10.00	2020/05/25~2025/05/25	--
20 越秀集团 MTN001	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	10.00/10.00	2020/04/24~2027/04/24	调整票面利率,回售
19 越秀集团 GN001	AAA	AAA	2023/6/16 至本报告出具日	7.00/7.00	2019/09/09~2024/09/09	--
24 广越 Y2	AAA	AAA	2024/3/25 至本报告出具日	5.00/5.00	2024/04/24~2034/04/24	有条件赎回,利息递延权,调整票面利率,延期
24 广越 Y1	AAA	AAA	2024/3/25 至本报告出具日	5.00/5.00	2024/04/24~2027/04/24	调整票面利率,有条件赎回,延期,利息递延权
24 广越 04	AAA	AAA	2024/1/12 至本报告出具日	20.00/20.00	2024/01/23~2034/01/23	偿债保障承诺
24 广越 02	AAA	AAA	2024/1/4 至本报告出具日	12.00/12.00	2024/01/15~2034/01/15	偿债保障承诺
24 广越 01	AAA	AAA	2024/1/4 至本报告出具日	7.00/7.00	2024/01/15~2029/01/15	偿债保障承诺
23 广越 12	AAA	AAA	2023/8/15 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/08/22~2033/08/22	偿债保障承诺
23 广越 11	AAA	AAA	2023/8/15 至本报告出具日	10.00/10.00	2023/08/22~2028/08/22	偿债保障承诺
23 广越 10	AAA	AAA	2023/7/28 至本报告出具日	5.00/5.00	2023/08/10~2033/08/10	偿债保障承诺
23 广越 08	AAA	AAA	2023/6/14 至本报告出具日	8.00/8.00	2023/06/21~2033/06/21	偿债保障承诺
23 广越 05	AAA	AAA	2023/5/24 至本报告出具日	30.00/30.00	2023/06/05~2028/06/05	调整票面利率,偿债保障承诺,回售

23 广越 03	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	5.00/5.00	2023/04/24~ 2028/04/24	调整票面利率,回售,赎回, 偿债保障承诺
23 广越 04	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	10.00/10.00	2023/04/24~ 2033/04/24	偿债保障承诺
22 广越 03	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	3.00/3.00	2022/08/17~ 2027/08/17	调整票面利率,回售,赎回, 偿债保障承诺
22 广越 04	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	5.00/5.00	2022/08/17~ 2032/08/17	偿债保障承诺
22 广越 Y1	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	10.00/10.00	2022/07/22~ 2025/07/22	调整票面利率,利息递延, 续期选择权,有条件赎回, 偿债保障承诺
21 广越 09	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	13.00/13.00	2021/12/08~ 2031/12/08	偿债保障承诺
21 广越 08	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	7.00/7.00	2021/12/08~ 2026/12/08	回售,赎回,调整票面利率, 偿债保障承诺
21 广越 Y2	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	12.00/12.00	2021/11/15~ 2024/11/15	有条件赎回,利息递延权, 延期,调整票面利率,偿债 保障承诺
21 广越 Y1	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	8.00/8.00	2021/09/08~ 2024/09/08	调整票面利率,利息递延 权,延期,有条件赎回
21 广越 07	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	12.00/12.00	2021/07/16~ 2028/07/16	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 06	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	13.00/13.00	2021/07/16~ 2026/07/16	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 04	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	15.00/15.00	2021/06/10~ 2026/06/10	回售,赎回,调整票面利率
S21 广扶 2	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	5.00/5.00	2021/01/21~ 2028/01/21	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 02	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	6.00/6.00	2021/01/08~ 2028/01/08	回售,赎回,调整票面利率
20 广越 02	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	3.00/3.00	2020/02/24~ 2027/02/24	回售,赎回,调整票面利率
20 广越 01	AAA	AAA	2023/6/16 至 本报告出具日	12.00/0.202	2020/02/24~ 2025/02/24	回售,赎回,调整票面利率

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
越秀集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/28 至本报告出具日

● 评级模型

广州越秀集团股份有限公司评级模型打分(C210200_2024_02_2024_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

个体信用状况（BCA）：广州越秀具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

外部支持：广州市政府有很强的支持能力且对公司支持意愿强，主要体现在广州市经济财政实力极强且持续增长，公司作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，持续得到股东广州市政府在资金补助、资产注入与划拨等方面的大力支持，具备极高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际企业集团评级方法与模型 C210200_2024_02

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

2023 年以来房地产行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，房地产行业信用基本面的恢复仍需要时间，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复。2023 年以来居民出行需求大幅释放，客运周转量较快恢复，同期货物运输指标小幅增长，在运输结构优化调整及分流影响下，公路在交通运输体系中的占比预计将呈现下降趋势，但随着经济呈现弱复苏状态，同时在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体仍有望保持低速增长。银行业风险与挑战仍存，银行业整体资本充足指标有所下滑，各类型机构间分化态势仍存，在大力支持实体经济和金融监管强化的背景下，商业银行仍需持续提升资本充足水平。弱宏观的经济环境叠加监管趋严的政策背景，融资租赁行业呈现发展放缓的态势，部分租赁公司退出市场，大中型租赁公司财务表现基本良好，资产增速保持稳定区间，净利润增速略有波动，风险资产放大倍数有所优化，融资租赁行业信用状况保持稳定。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

详见《中国收费公路行业展望，2024 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10929?type=1>

详见《中国银行业展望，2024 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10922?type=1>

详见《中国融资租赁行业展望，2023 年 12 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10875?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内公司业务风险仍很低。首先，作为粤港澳大湾区建设重要平台公司之一，公司已形成金融、房地产、交通基建、食品四大核心主业，各业务竞争实力较强，且业务间具备一定协同优势。其次，公司房地产板块发展仍较为稳定，“三道红线”指标继续保持“绿档”，但仍需持续关注行业环境及政策变化对公司地产项目投资及去化带来的影响。此外，公司金融板块保持多元化发展趋势，但近年来信贷资产质量下行压力大，整体盈利能力有待提升。最后，多元化的业务布局亦使公司面临着较为广泛的行业风险，母公司及子公司的风险管控能力均面临一定挑战，需对此保持持续关注。

越秀地产是全国展业的综合房地产开发商，近年来依托品牌影响力、通畅的融资渠道以及合理优质的项目布局，业务发展较为稳定。2023 年，越秀地产合同销售额保持平稳增长，但核心净利润有所下滑；同时持续推进 TOD 业务全国化布局，拓展多元化融资渠道，融资成本进一步下行，“三道红线”指标继续保持“绿档”。随着房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善，但需持续关注行业环境及政策变化对公司房地产板块的影响。

跟踪期内房地产板块仍主要由子公司越秀地产股份有限公司（以下简称“越秀地产”）负责。越秀地产是全国展业的综合房地产开发商，践行“商住并举”发展战略和“开发+运营+金融”商业模式，现已形成以粤港澳大湾区为核心，以华东、中西部、北方为重要支撑的全国化战略布局。近

年来越秀地产开发节奏有所放缓，由于项目陆续完工以及新增土地储备的减少，近年来在建项目面积呈持续收缩态势，2024 年 3 月末在建项目面积为 1,803.44 万平方米。

表 1：近年来越秀地产业务运营情况（万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
房屋新开工面积	803.37	852.00	452.42	28.00
房屋施工面积	2,648.83	2,170.18	1,834.44	1,803.44
竣工面积	707.91	561.94	772.27	59.00
销售面积	427.54	413.90	437.00	73.82
销售均价	27,386.57	30,207.47	32,501.71	29,838.03
期末在建项目面积	2,648.83	2,170.18	1,834.44	1,803.44
新增土地储备面积	976.40	608.83	509.41	36.92
新增楼面均价	11,347.41	18,170.30	15,100.02	18,447.22
期末土地储备面积	2,978.58	2,980.08	2,685.50	2,663.40
实际销售额	1,170.89	1,250.29	1,420.31	220.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：近年来越秀地产销售情况（万平方米、亿元）

区域	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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
广州	172.76	614.58	137.37	531.11	139.70	612.39	22.08	102.24
珠三角（不含广州）	40.59	109.62	36.46	65.67	40.12	103.58	5.37	11.90
长三角	88.48	260.58	107.72	429.52	101.60	373.83	15.25	45.81
中部	69.65	108.14	82.61	140.44	94.54	162.32	19.16	23.81
环渤海	38.35	47.38	37.06	58.05	46.14	129.89	7.09	23.97
其他	17.71	30.60	12.69	25.50	14.90	38.31	4.87	12.54
合计	427.54	1,170.89	413.90	1,250.29	437.00	1,420.31	73.82	220.28

注：1、尾差系四舍五入所致；2、由于统计口径不同，表 3 合计数与越秀地产各期财报数可能存在细微差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合同销售方面，近年来越秀地产销售面积和销售金额总体呈增长态势，2023 年实现合同销售额 1,420.31 亿元，同比上升 13.60%，在全行业销售规模大幅下行的环境中，实现逆势增长，具备较好的发展韧性。销售区域方面，越秀地产聚焦大湾区和华东地区，深耕一线城市和重点二线城市；2023 年越秀地产在珠三角和长三角区域的签约销售金额合计占比达 76.73%，其中广州销售金额占比最高，达 43.12%。2024 年一季度，珠三角和长三角区域仍为销售主要贡献区域，销售金额合计占比 72.62%。

项目储备方面，2023 年以来越秀地产分别于北京、上海、广州、杭州、成都、武汉、青岛和西安等多地共新增 32 块土地，总建筑面积约 432.21 万平方米。截至 2024 年 3 月末，越秀地产总土地储备建筑面积约 1,930.62 万平方米，93%分布在一线城市和二线城市，其中，大湾区和广州分别为 911.52 万平方米和 768.35 万平方米，占比约 47.21%和 39.80%。

融资渠道方面，越秀地产主要通过银行借款和债券发行进行筹资，与各金融机构保持着友好合作关系。2023 年越秀地产加权平均借贷利率同比下降 34 个 BP 至 3.82%，融资渠道保持多元，除完成境内公司债券、自贸区债发行外，还完成供股融资，募集净额约 83 亿港元，供股资金将聚焦投资大湾区和华东地区主要城市及其他重点省会城市。

总体来看，房地产板块仍是公司合并口径收入和利润的核心来源，近年来依托品牌影响力、通畅的融资渠道以及合理优质的项目布局，业务发展较为稳定。2023 年房地产行业开发规模与土地投资探底，叠加行业利润空间收窄，房地产行业投资活动有望回归理性，随着房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善，但需持续关注行业环境及政策变化对公司房地产板块的影响。

越秀交通基建路产分布在多个省份，均属于主干线，区域地位尚可；且控股路产短期内无收费权到期压力，核心路产广州北二环高速的运营效率在同行业中处于很高水平；2023 年以来公司控股路产日均车流量及通行费收入均同比实现较好增长，但仍需关注通行费政策变化以及部分路段分流带来的影响。

跟踪期内交通基建板块仍主要由子公司越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通基建”）负责。路产获取方面，越秀交通基建多采用“收购+运营”的经营模式，现已形成“集团孵化、上市公司、公募 REITs”三大平台互动的发展模式。为提高收购效率并减少资金占用，一般由母公司越秀集团先行收购目标路产，经过 1~2 年孵化成熟后，越秀交通基建再向其收购。2022 年越秀集团以 8.55 亿元交易对价收购山东秦滨高速，自 2022 年 9 月 30 日起纳入合并报表范围。2023 年 2 月，越秀集团旗下控股公司河南越秀平临高速公路有限公司以底价 24.49 亿元竞得河南平临高速剩余年限收费权。路产区位方面，截至 2024 年 3 月末，公司参控股路产未有改变，控股路产仍为 12 条，分布于广东、广西、湖北、湖南等省份，收费里程合计 723.35 公里，短期内无到期压力；参股路产仍为 6 条，收费里程合计 340.10 公里，但其中广州北环高速已于 2024 年 3 月 22 日收费期届满，开始实行免费通行。

表 3：截至 2024 年 3 月末，越秀交通基建参控股路产情况（公里、年）

	道路/桥梁名称	收费里程	公路类别	所占权益	剩余经营年限
控股	广州北二环高速	42.50	高速公路	60.00%	8
	广西苍郁高速	22.00	高速公路	100.00%	7
	天津津雄高速	23.90	高速公路	60.00%	6
	湖南长株高速	46.50	高速公路	100.00%	16
	河南尉许高速	64.30	高速公路	100.00%	12
	湖北随岳南高速	98.10	高速公路	70.00%	16
	湖北汉蔡高速	36.00	高速公路	67.00%	14
	湖北汉鄂高速	54.80	高速公路	100.00%	18
	湖北大广南高速	107.10	高速公路	90.00%	18
	河南兰尉高速	61.00	高速公路	100.00%	10
	河南平临高速	106.45	高速公路	55.00%	9
	山东秦滨高速	60.70	高速公路	85.00%	21
	小计	723.35	--	--	--
参股	广东北环高速	22.00	高速公路	24.30%	0
	广东虎门大桥	15.80	悬索桥梁	27.78%	5
	广东汕头海湾大桥	6.50	悬索桥梁	30.00%	5
	广东清连高速	215.20	高速公路	23.63%	10
	广东西二环高速	42.10	高速公路	35.00%	7
	湖北汉孝高速	38.50	高速公路	30.00%	13
	小计	340.10	--	--	--
合计		1,063.45	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产运营方面，2022 年出行需求萎缩冲击明显，加之路网分流，越秀交通基建大多数路产日均车流量较上年同期显著下降，其中，广州北二环高速日均车流量同比大幅下降 13.42%；2023 年以来出行需求逐步恢复，多数路产日均通行量有所回升。通行费收入方面，2023 年得益于路产收购以及车流量的增长，当年交通基建板块通行费总收入有所增长；从收入来源看，前三大收入贡献路产为广州北二环高速、湖北随岳南高速和山东秦滨高速，三者收入占当期通行费总收入的 48.74%。此外，公司通过与其他高速公路经营主体联营或合营的方式，参股投资了广州北环高速、虎门大桥等项目，均为各个区域内的重要干线，但其中盈利贡献较为突出的广州北环高速已于 2024 年 3 月 22 日收费期届满，开始实行免费通行，预计公司未来投资收益将有所下降。

表 4：近年来越秀交通基建参控股路产日均车流量情况（辆/日）

道路/桥梁名称	2021	2022	2023	2024.1~3
广州北二环高速	280,865	243,180	298,196	286,046
广西苍郁高速	15,550	15,445	18,676	22,005
天津津雄高速	34,444	29,413	37,101	32,650
湖南长株高速	73,797	64,434	72,129	69,715
河南尉许高速	23,531	21,491	26,520	26,553
控股 湖北随岳南高速	30,465	28,181	33,544	34,196
湖北汉蔡高速	50,878	42,871	59,294	48,902
湖北汉鄂高速	41,436	29,157	36,964	38,120
湖北大广南高速	29,528	23,365	28,518	30,025
河南兰尉高速	--	25,802	33,204	31,134
河南平临高速	--	-	38,765	37,409
山东秦滨高速	--	10,841	17,615	14,835
参股 广东北环高速	372,746	344,067	387,106	324,132
广东虎门大桥	89,498	72,149	103,620	110,516
广东汕头海湾大桥	29,553	24,521	18,558	17,220
广东清连高速	53,050	44,922	51,855	56,942
广东西二环高速	92,549	72,054	92,687	88,998
湖北汉孝高速	33,520	27,043	32,560	33,390

注：1、河南平临高速 2023 年日均数据为按越秀集团取得平临高速收费权起计算，共 312 天；2、广东北环高速收费期限截止日为 2024 年 3 月 22 日，一季度日均数据仍按 91 天计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来越秀交通基建控股路产通行费收入情况（亿元）

道路/桥梁名称	2021	2022	2023
广州北二环高速	11.21	9.81	11.05
广西苍郁高速	0.89	0.89	1.01
天津津雄高速	0.80	0.72	0.85
湖南长株高速	2.69	2.31	2.57
河南尉许高速	3.49	3.90	3.77
湖北随岳南高速	6.14	6.32	7.15
湖北汉蔡高速	2.58	2.25	2.72
湖北汉鄂高速	2.09	1.51	1.63
湖北大广南高速	4.50	3.89	4.57
河南兰尉高速	--	3.31	3.09
河南平临高速	--	--	4.82
山东秦滨高速	--	1.09	5.60
合计	34.39	36.00	48.83

注：1、湖北汉蔡高速、湖北汉鄂高速、湖北大广南高速自 2019 年 11 月 8 日起合并至越秀交通基建；2、河南兰尉高速收入自 2022 年 1 月 1 日起算，河南平临高速自 2023 年 2 月 23 日起算，山东秦滨高速收入从 2022 年 10 月 1 日起算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产养护方面，越秀交通基建按照“预防为主、防治结合”的方针，建立日常养护标准化流程，增加日常养护投入以拉长大修保养周期，提升道路在整个运营期内的总体回报；同时不断完善养护供应商库的建设和管理，实行公开招标和固定供应商相结合的方式，降低总体养护成本。2023 年公司养护费用支出 1.72 亿元，占通行费收入的比例处于合理水平；2024 年公司计划对兰尉高速、随岳南高速、尉许高速和大广南高速进行大修，工程预算合计 2.68 亿元。

公司在建项目为广州北二环高速改扩建项目，总投资规模 170 亿元，资本金比例 30%，由广州市北二环交通科技有限公司的股东按出资比例出资，剩余资金通过银行借款等方式自筹。截至 2024 年 3 月末已投资 14.90 亿元。2022 年 11 月项目先行段已经开工建设，目前正在积极推进用地报批、建设单位招投标等工作。该项目将于 2024 年 6 月全面动工，建设期 5 年。广州北二环高速系公司核心路产，改扩建期间或将影响其通行费收入规模，且该项目投资规模较大，中诚信国际将持续关注后续进展情况。

总体来看，公司参控股路产分布于两广、两湖等区域，均属于主干线，地理位置优势突出，且有较为清晰的路产收购及退出路径；2023 年以来公司控股路产日均车流量及通行费收入均同比实现较好增长，但仍需关注通行费政策变化以及部分路段分流带来的影响。

公司金融板块保持多元化发展趋势，创兴银行资本较为充足，流动性风险总体可控，但信贷资产质量下行压力大，整体盈利能力有待提升；越秀资本核心主业保持很强的业务竞争力，但 2023 年以来期货业务规模持续增长，对其风控能力提出了更高要求，同时需关注杠杆水平控制情况。

跟踪期内公司金融板块仍主要由子公司创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”）和广州越秀资本控股集团股份有限公司（以下简称“越秀资本”）负责，包括银行、融资租赁、资产管理、投资管理、期货等细分业务。

银行业务：创兴银行前身为廖创兴银行有限公司，1948 年在中国香港成立，2006 年更为现名。作为一家扎根于香港的综合性银行和越秀集团在海外的重要战略支点，创兴银行业务牌照和资质较为健全，近年来各项业务稳步发展，目前在香港拥有超过 30 家分行，并积极拓展内地业务。

表 6：近年来创兴银行收入构成（亿港元）

业务	2021	2022	2023
企业及零售银行业务	34.58	40.22	46.72
金融市场业务	5.89	5.22	0.31
证券买卖业务	1.65	1.18	1.07
其他	1.85	4.44	11.93
合计	43.96	51.06	60.03

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来创兴银行主要经营指标（亿港元、%）

项目	2021	2022	2023
资产总额	2,552.48	2,807.67	3,060.44

总资本	345.96	359.43	402.73
不履行贷款余额	19.95	44.51	45.68
净营业收入	43.96	51.06	60.03
拨备前利润	25.25	31.33	40.73
净利润	15.05	11.43	14.42
净息差	1.39	1.52	1.74
拨备前利润/平均风险加权资产	1.39	1.59	1.93
平均资本回报率	4.81	3.24	3.78
成本收入比	42.56	38.63	32.15
不履行贷款比率	1.29	2.67	2.82
不履行贷款拨备覆盖率	60.47	62.65	50.68
总资本比率	19.17	17.62	19.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

盈利能力方面，2023 年创兴银行盈利资产规模保持增长，同时在美元加息背景下，香港市场利率持续上行，推动该行净息差较上年上升 0.22 个百分点至 1.74%，净利息收入同比增长 24.98% 至 49.79 亿港元。创兴银行非息收入来源较为多元化，但 2023 年受资本市场表现疲软和市场利率走高影响，该行证券买卖及贷款业务费用及佣金收入减少，导致非利息净收入同比下降 8.57% 至 10.24 亿港元，非利息净收入在净营业收入中的占比同比下降 4.88 个百分点至 17.05%。在上述因素共同作用下，2023 年该行实现净营业收入 60.03 亿港元，同比增长 17.62%。但另一方面，受贷款质量下行影响，全年贷款减值损失计提金额同比增加 4.70 亿港元，2023 年该行计提的金融资产净减值损失同比增长 23.96% 至 24.54 亿港元，拨备费用在拨备前利润中占比 60.26%，仍处于较高水平，2023 年该行实现净利润 14.42 亿港元，同比增长 26.12%；平均资产回报率和平均资本回报率同比分别上升 0.12 和 0.99 个百分点至 0.49% 和 3.78%，盈利能力有所回升但仍有待增强。未来该行盈利仍然受到宏观经济前景不确定性、非息收入波动和贷款质量下行等不利因素的影响。

资产质量方面，截至 2023 年末，创兴银行客户贷款净额、证券投资资产、对央行及同业债权资产分别占总资产的 52.86%、22.64% 和 22.83%。具体来看，信贷资产方面，截至 2023 年末，创兴银行对公贷款和个人贷款余额分别为 1,464.68 亿港元和 156.98 亿港元；由于近年来宏观经济复苏力度有限，企业偿债能力下滑，同时境内地区房地产市场波动导致该行投放的内房企业大额银团贷款风险集中暴露，该行贷款质量面临较大下行压力，2023 年新增不履行贷款 31.10 亿港元，主要为境内地区房地产企业贷款。为稳定贷款质量，2023 年该行加大不良贷款核销力度，全年累计处置不履行贷款 29.93 亿港元，较上年增加 17.51 亿港元，其中核销 28.12 亿港元，较上年增加 24.78 亿港元，现金清收 1.81 亿港元。截至 2023 年末，该行不履行贷款余额及不履行贷款率均较年初有所上升，其中房地产相关不履行贷款余额较年初增加 1.81 亿港元至 37.86 亿港元，不履行贷款率为 7.86%。该行存量不履行贷款中大额贷款占比较高，主要集中在房地产行业 and 境内地区，目前处置进度较为缓慢。此外，该行将部分房地产相关贷款下调至需要关注类，截至 2023 年末，需要关注类贷款余额及占比较年初继续上升，其中房地产相关需要关注类贷款余额较年初增加 7.38 亿港元至 20.22 亿港元。证券投资方面，2023 年由于市场利率上行，企业债市场不确定性持续，创兴银行减少企业证券投资，增配安全性较高的同业及其他财务机构证券，

并缩短投资组合久期以降低业务风险，截至年末，证券投资余额较年初增长 5.39%至 692.92 亿港元。其中中央政府及中央银行、同业及其他财务机构发行的证券合计占比超过 80%。

拨备覆盖方面，受不履行贷款增加影响，截至 2023 年末，该行不履行贷款拨备覆盖率为 50.68%，较年初下降 11.97 个百分点；由于股东增资推动资本实力提升，不履行贷款/（资本+贷款减值准备）有所下降。考虑到宏观经济复苏进度、房地产行业信用风险仍存在不确定性，该行贷款质量依然面临下行压力，未来仍需加大拨备计提力度以提高风险抵御能力。

流动性方面，创兴银行存款以对公存款为主，2023 年以来该行为企业客户提供更流畅、便捷、专业的数字化金融服务，研发全新银企直联服务，同时借助香港背靠内地的显著优势，持续加大对大湾区、长三角和环渤海等内地重点区域客户的支持和服务力度，对公存款增速有所回升，期末余额 1,518.31 亿港元；凭借多年经营历史及人缘地缘优势，其个人存款集中在香港，2023 年由于贷款增长乏力，该行配合信贷投放节奏调整个人存款业务规模，年末个人存款增速同比下降但整体规模仍保持增长。基于短期流动性管理和对市场资金成本的考量，2023 年该行增加部分市场资金融入，截至年末同业负债在总负债中占比上升至 6.23%，但整体对市场资金依赖度不高。同时由于证券投资中高流动性资产储备较为充足，（市场资金-高流动性资产）/总资产处于较好水平。

资本充足性方面，创兴银行主要通过利润留存和增资扩股补充资本，2023 年来越秀集团注资港币 30 亿元，同时该行成功于年内发行 15 亿人民币二级资本债券（熊猫债），资本实力进一步提升。截至 2023 年末，该行普通股一级资本比率和总资本比率均较年初有所上升。本期二级资本债券的发行将有助于该行改善资本结构，提升资本实力。

融资租赁业务：该业务由子公司广州越秀融资租赁有限公司（以下简称“越秀租赁”）负责。作为广东地区领先的租赁公司，越秀租赁在省内具有一定的竞争优势，主要采取回租方式开展业务，2023 年末回租业务占比高达 96.30%。

表 8：近年来越秀租赁融资租赁款余额情况（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直租	28.87	5.10	32.40	5.06	21.90	3.70
回租	536.38	94.82	608.31	94.94	570.03	96.30
转租赁	0.41	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	565.66	100.00	640.71	100.00	591.93	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来越秀租赁行业分布情况（亿元、%）

行业	2021		2022		2023	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
民生工程业	355.64	62.87	420.09	65.57	399.87	67.55
商务服务业	8.76	1.55	19.41	3.03	26.39	4.46
水的生产和供应业	55.45	9.80	33.92	5.29	17.19	2.90
房地产业	6.76	1.19	15.97	2.49	11.66	1.97
燃气生产和供应业	1.12	0.20	0.00	0.00	11.11	1.88
道路运输业	17.70	3.13	11.45	1.79	5.60	0.95
电力、热力生产和供应业	5.58	0.99	6.70	1.05	0.00	0.00
造纸和纸制品业	0.11	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	114.55	20.25	133.17	20.78	120.11	20.29

合计	565.66	100.00	640.71	100.00	591.93	100.00
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：近年来越秀租赁资产质量情况（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	571.04	98.99	646.15	98.67	591.23	98.04
关注	2.66	0.46	5.74	0.88	9.67	1.60
次级	1.32	0.23	1.13	0.17	0.00	0.00
可疑	1.83	0.32	1.85	0.28	2.15	0.36
损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收融资租赁款净值合计	576.86	100.00	654.86	100.00	603.05	100.00
不良应收融资租赁款	3.15		2.97		2.15	
应收融资租赁款不良率	0.55		0.45		0.36	
不良应收融资租赁款拨备覆盖率	244.53		305.80		424.61	

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务投放方面，截至 2023 年末，越秀租赁融资租赁资产较上年末下降 7.61%，主要系越秀租赁深化绿色转型，加大以分布式光伏电站项目为主的新能源业务投放，传统融资租赁业务投放力度减弱所致。行业分布方面，越秀租赁发挥产融结合优势，服务实体经济，持续布局以工程机械和商用车为主的普惠租赁业务，2023 年普惠租赁业务新增投放 49.03 亿元；深化绿色转型，加速布局光伏业务，并积极探索风电、换电站等新能源业务，2023 年新能源业务新增投放 152.20 亿元，业务转型取得一定突破。传统租赁融资租赁业务方面，以城市基建、公用事业为主的民生工程业仍为越秀租赁融资租赁业务的主要投放领域，2023 年越秀租赁民生工程业务新增投放 168.60 亿元。此外，截至 2023 年末，民生工程业、商务服务业及水的生产和供应行业为融资租赁资产占比前三大行业，占比合计约为 75%，行业分布基本保持稳定。其中，民生工程类行业主要包括基建设备等相关租赁项目，承租人通常为当地具有一定地位的国有企业；水的生产与供应行业承租人主要为自来水公司、水务建设投资公司等。

资产质量方面，2023 年越秀租赁租赁资产质量保持平稳，不良融资租赁资产余额及不良率实现双降，拨备覆盖率较为充足；但在近年来宏观经济底部运行的影响下，部分承租人业务经营承压，还款逾期情况有所增加，截至 2023 年末，越秀租赁关注类应收融资租赁款同比增加 3.93 亿元，占比较上年末上升 0.72 个百分点。中诚信国际将对越秀租赁资产质量迁徙情况保持关注。

资产管理业务：该业务由子公司广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）负责，核心主业为不良资产管理，按交易对手类型又可细分为金融类不良资产业务和非金融类不良资产业务。

表 11：近年来广州资产金融机构不良资产业务情况（亿元）

	2021	2022	2023
当期收购不良资产原值	341.88	607.32	123.15
当期收购成本	54.37	76.33	38.90
累计收购不良资产原值	1,978.99	2,586.31	2,709.46
累计收购成本	425.37	501.70	540.60
当期处置金额	315.16	163.27	137.37
当期处置部分购入成本	69.82	40.27	38.25
当期不良资产回收现金	72.31	47.69	52.93
累计回收现金	249.33	297.02	349.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：近年来广州资产非金融机构不良资产业务情况（亿元）

	2021	2022	2023
当期收购非金融债权原值	127.73	25.58	6.96
累计收购非金融债权原值	183.66	209.24	216.2
当期收购成本	44.80	19.22	5.24
累计收购成本	95.92	115.14	120.38
当期回收现金	11.24	14.50	15.19
累计回收现金	50.20	64.70	79.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融类不良资产业务方面，2023 年广州资产收购端以估值为核心严控收购不良资产质量，收购金融机构不良债权原值较上年明显下降，收购不良资产包速度放缓，其中收购个贷不良资产原值 13.27 亿元，占比 10.78%，持续打造个贷普惠金融业务。广州资产主要通过收购处置方式进行处置，以出售债权或处置抵押物的方式实现变现，2023 年处置端加速资产盘活周转，提高不良资产处置效率，个贷清收效率亦持续提升，截至 2023 年末，累计收回现金/累计收购成本上升至 64.73%。截至 2023 年末，金融机构不良债权规模余额 1,240.95 亿元，抵押品主要在大湾区的一、二线城市优质地段，需关注房地产下行背景下抵押物估值波动及处置难度加大对广州资产业务经营的影响情况。

非金融类不良资产业务方面，受业务策略调整影响，近年来广州资产收购非金融机构不良债权规模明显下降。截至 2023 年末，广州资产非金融机构不良债权规模余额 132.81 亿元。此类业务大部分抵押品位于大湾区的一、二线城市优质地段。2023 年广州资产处置非金融机构不良债权中通过收购处置金额占比约在 40%，其余主要为通过重组方式处置。

投资管理业务：该业务主要由子公司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”）负责。越秀产业基金成立于 2011 年，是越秀资本旗下私募投资基金管理平台，经过多年市场化发展，现已形成“一核（母基金投资）两翼（股权投资、夹层投资）”的业务布局，主要收入来源于基金管理费、业绩提成和项目退出收益。截至 2023 年末，越秀产业基金在管基金规模 418.62 亿元，同比增长 20.28%，其中股权投资基金和母基金规模分别同比增长 25.38%和 41.29%，夹层投资基金规模保持稳定。

表 13：近年来越秀产业基金在管基金情况（亿元）

项目	2021	2022	2023
股权投资基金	97.40	102.23	128.18
夹层投资基金	125.80	105.05	105.05
母基金	84.70	101.73	143.73
其他	43.00	39.05	41.66
合计	350.87	348.05	418.62

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期货业务：该业务主要由子公司广州期货股份有限公司（以下简称“广州期货”）负责。2023 年期货市场交投活跃度提升，广州期货持续推进机构化和产业化转型，期末客户权益由上年末 54.49 亿元下降至 35.51 亿元；日均权益总额 72.14 亿元，同比提升 6.15%；当期代理成交额 2.74 万亿元，同比增长 28.44%，交易品种以工业硅、氧化铝等商品期货为主。同时，随着广期资本的风险管理业务品种逐渐成熟，加之增资及借款带来的资金量增加，基差交易量扩大。截至 2023 年

末，广州期货的资产总额和净资产分别为 77.64 亿元和 18.72 亿元；2023 年，广州期货营业收入和净利润分别为 83.96 亿元（一般口径）和 0.68 亿元，净利润同比增长 64.48%。

战略投资：中信证券经营稳健，近年来主要经营指标均居国内证券行业首位，持有中信证券股份有限公司为公司带来稳定的投资收益，公司及子公司也与中信证券在资金募集、项目投资等方面开展合作。2021 年以来，公司多次增持中信证券的股份，2023 年以来公司持续增持中信证券 H 股，截至 2023 年末，公司直接、间接合计持有中信证券 12.87 亿股股份，占中信证券总股本的 8.68%，维持中信证券第二大股东地位。同时，作为战略投资者，2021~2023 年，公司确认中信证券的投资收益分别为 15.90 亿元、16.18 亿元和 16.31 亿元。

总体来看，公司金融板块保持多元化发展趋势，其中，创兴银行资本较为充足，流动性风险总体可控，但信贷资产质量下行压力大，整体盈利能力有待提升；越秀资本拥有“不良资产管理、融资租赁、投资管理+战略投资中信证券”的“3+1”核心产业结构及控股期货、金融科技等业务的多元化金融服务体系，核心主业保持很强的业务竞争力，但 2023 年以来期货业务规模持续增长，对其风控能力提出了更高要求，同时需关注杠杆水平控制情况。

公司食品板块已形成乳业和农牧食品两大业务平台，力争成为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，未来有望成为公司新的利润增长点。

食品板块主要由辽宁越秀辉山控股股份有限公司、广州风行乳业股份有限公司、广州越秀农牧食品科技有限公司、广州皇上皇集团股份有限公司等子公司负责，现已形成乳业和农牧食品两大业务平台。其中乳业板块主要由辉山乳业和风行乳业两大平台运营，截至 2024 年 3 月末，辉山乳业和风行乳业分别拥有 44 个和 3 个牧场，自有奶牛总存栏数分别为 9.95 万头和 7,500 头。2023 年辉山乳业实现销售收入 28.66 亿元，产品包括生鲜牛奶、奶粉、液奶，其中，奶粉销售区域主要为云贵桂川渝、豫晋蒙西、鲁冀、苏皖沪、两湖、浙闽赣、粤海港澳、西北、东北蒙东等区域，液奶销售则以黑龙江、吉林和辽宁为主。同年，风行乳业实现销售收入 10.09 亿元，产品包括液奶和五羊雪糕，销售集中在珠三角、湛江、海南等华南区域。

农牧食品平台主营生猪养殖、屠宰和食品加工业务，在贵州和广东等地推进 13 个生猪全产业链项目建设，旗下品牌皇上皇为中华老字号，广式腊肠品类市场占有率全国第一。目前公司在贵州区域、广东茂名均有猪场在生产运营，年出栏生猪产能 103 万头，预计 2024 年内可再新增年出栏生猪产能 79.50 万头，至 2025 年累计年出栏生猪产能超 200 万头；“皇上皇”始创于 1940 年，素有广式“腊味之王”的美誉，是广式腊味领导品牌和行业标杆，现已于全国多点布局，拥有近 3,000 个线下销售网点。

总体来看，公司食品板块已形成乳业和农牧食品两大业务平台，力争成为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，未来有望成为公司新的利润增长点。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内公司财务风险仍较低。首先，2023 年公司整体利润实现有所减少，总资产收益率

持续下滑，但 EBITDA 仍可足额覆盖利息支出。其次，公司资本实力很强，但近年来随着四大主业不断发展，资产、债务规模同步扩增，总资本化比率稳定保持在 71% 左右，处于相对较高水平，且短期债务与非受限货币资金存在一定的资金缺口。考虑到公司具备很强的金融资源协调能力，现有可用银行授信及债务融资额度充足，资本市场认可度很高，财务弹性很强，公司短期偿债压力可控。

盈利能力

2023 年以来公司业务保持多元化发展趋势，营收规模稳步提升，但毛利率却持续下滑，经营性业务利润亦呈下降趋势，投资收益规模虽大幅增长，但投资性房地产公允价值变动损益降幅较大、信用减值损失增多等事项均对当期利润造成一定侵蚀，使得最终总资产收益率仍呈下滑态势。

2023 年公司业务保持多元化发展，房地产板块仍系重要营收来源，得益于项目结转规模增加，地产收入保持增长；交通基建板块受益于路产收购以及车流量的增长，收入规模同比显著提升；受益于越秀资本不良资产管理处置收入以及新能源业务电费收入的增加，以及创兴银行因息差提升推动利息收入大幅增长，使得公司金融板块收入亦大幅攀升；食品板块收入较上年同比较为稳定，维持良好发展态势；在上述因素共同作用下，公司当期营收规模持续攀升，但受房地产及金融板块毛利率下降影响，公司整体营业毛利率仍呈下行趋势。2024 年一季度，公司实现营业收入 213.19 亿元，同比增长 11.54%，但整体毛利率受房地产板块下行影响继续下滑至 20.46%。

随着公司债务规模持续扩张，利息费用亦呈增长趋势，使得 2023 年公司经营性业务利润持续下降，权益法核算的长期股权投资收益虽大幅增长，但由于投资性房地产公允价值变动损益降幅较大，且金融板块受宏观经济下行压力大、资本市场有所波动影响坏账损失增多，使得当期利润同比下降 31.20% 至 73.97 亿元，进而拉低总资产收益率至 1.62%。

表 14：近年来公司主要业务收入及毛利率情况（亿元、%）

业务	2021		2022		2023		2024.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产板块	573.98	25.35	724.16	22.95	802.37	17.88	113.00	13.48
交通基建板块	41.91	58.71	39.10	49.42	57.73	49.21	12.09	48.05
金融板块	170.46	40.33	185.48	36.12	271.72	27.79	63.82	24.89
食品板块	58.79	13.05	79.41	12.73	79.02	10.07	17.35	9.69
其他业务	26.48	25.29	32.14	31.22	26.38	23.06	6.93	72.21
营业总收入/营业毛利率	871.62	29.05	1,060.29	25.72	1,237.22	21.13	213.19	20.46

注：1、营业收入采用各期期末数，金融板块收入包含利息收入、手续费和佣金收入等；2、其他业务包括造纸、置业担保等；3、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：近年来公司盈利能力情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用合计	92.64	117.84	129.40	27.14
投资收益	48.46	33.10	47.85	9.30
利润总额	158.22	147.72	113.58	18.97
非经常性损益	3.37	12.15	15.79	-0.58
EBIT	201.64	184.03	154.26	32.97
总资产收益率	2.58	2.18	1.62	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

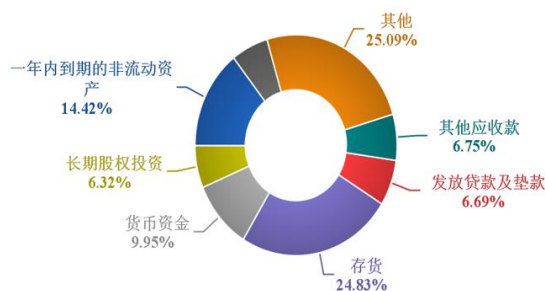
资产质量

公司资本实力很强，近年来随着地产、金融、交通、食品等主板块不断发展，资产、债务规模同步扩增，总资本化比率稳定保持在 71% 左右，处于相对较高水平。

作为粤港澳大湾区建设重要平台公司之一，公司区域地位突出，近年来匹配政府战略，服务于地产、金融、交通、食品等产业发展，资产规模保持增长态势，2021~2023 年末复合增长率为 8.73%。2023 年以来公司房地产板块稳步发展，越秀地产在建及已完工房地产开发产品增多，持续大幅推高存货期末余额，2024 年 3 月末为 2,544.34 亿元；金融板块下，受宏观经济下行压力较大以及越秀租赁业务转型影响，银行业务发放的企业贷款和垫款规模同比有所减少，融资租赁资产亦有一定降幅，但叠加交易性金融资产的增加以及增持对中信证券股份等因素后，相关金融资产规模仍小幅上升；交通基建方面，随着河南平临、山东秦滨两条路产收购，以公路经营权为代表的无形资产规模增加，2024 年 3 月末为 437.93 亿元；此外，随着食品板块的逐步扩张，公司固定资产等科目规模亦有所上涨。在上述因素共同作用下，2024 年 3 月末，公司资产规模升至 10,248.48 亿元，资产规模在广州市属国企中排名前列。

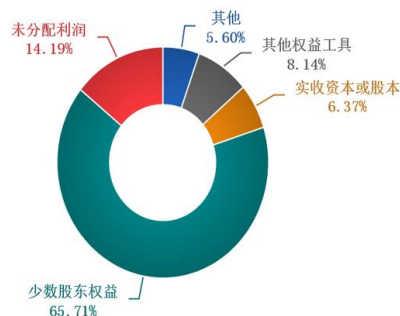
近年来房地产板块对项目公司增资等推动少数股东权益增长，加之 2023 年市国资委无偿划拨资产，公司资本公积规模大幅上涨，资本实力进一步提升，带动经调整的所有者权益升至 2024 年 3 月末的 1,625.77 亿元¹。公司负债以有息债务、吸收存款及同业存放、合同负债等为主，近年来增速较快，2021~2023 年末有息债务复合增长率为 8.25%，主要系近年来地产、金融等板块持续发展，公司对外融资需求进一步提升所致。当前公司有息债务以银行借款、债券发行为主，类型及渠道较为多元；截至 2024 年 3 月末，公司总债务 4,322.92 亿元，总资本化比率稳定保持在 71% 左右，处于相对较高水平。

图 1：截至 2024 年 3 月末，公司资产情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末，公司权益情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 16：近年来公司资产质量情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总额	7,824.80	9,035.89	10,057.58	10,248.48
流动资产/资产总额	63.58	63.59	66.12	67.90
经调整的所有者权益	1,293.94	1,432.77	1,608.36	1,625.77
资产负债率	81.62	82.55	82.58	82.73
总资本化比率	70.93	71.65	71.34	72.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括其他权益工具中的优先股和永续债。

现金流及偿债情况

2023 年以来公司经营获现规模持续提升，但投资支出仍较大，资金缺口主要由筹资活动弥补，公司 EBITDA 可对利息支出形成有效覆盖，但债务结构仍有一定优化空间。

公司经营活动现金受地产、金融等板块现金收支影响较大，2023 年公司销售商品、提供劳务收到的现金增多，且金融板块下同业存放及客户贷款及垫款净增加额大幅减少，使得经营活动净现金流同比大幅增长，当期净流入 449.17 亿元，2024 年一季度净额转为净流出 275.35 亿元，主要是受到年初高基数因素影响、创兴银行存款波动所致。公司各业务板块有序发展，对外投融资需求亦较大，投资活动现金流整体呈净流出状态；如前所述，近年来公司资本实力稳步提升，且每年均保有一定的对外融资规模，但 2023 年以来债务偿还力度较大，筹资活动现金流净额持续收窄，2024 年一季度筹资活动现金流仍为净流入状态。

2023 年以来债务规模的攀升使得公司利息支出增多，虽然当期 EBITDA 规模有所缩减，但仍可足额覆盖利息支出。近年来公司经营活动贡献的现金净流入规模波动较大，其中 2021~2022 年对利息支出覆盖能力相对较弱，但 2023 年受益于经营活动现金流净流入规模大幅攀升，使得其对利息支出的覆盖能力亦有所好转。公司债务结构以长期为主，2021 年以来短债占比持续下行，但绝对规模仍较大，2024 年 3 月末短期债务规模为 1,413.33 亿元；同期末，公司非受限货币资金 1,002.95 亿元，无法完全覆盖短期债务。考虑到公司现有可用银行授信及债务融资额度充足，资本市场认可度很高，财务弹性较高，公司短期偿债压力可控，但债务结构仍有一定优化空间。

表 17：近年来公司现金流及偿债情况（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	8.06	71.83	449.17	-275.35
投资活动产生的现金流量净额	-269.38	-243.79	-319.28	13.21
筹资活动产生的现金流量净额	484.19	103.73	39.39	176.08
总债务	3,156.76	3,621.42	4,004.15	4,322.92
短期债务/总债务	39.38	38.43	33.76	32.69
非受限货币资金/短期债务	0.62	0.60	0.68	0.71
EBITDA	228.62	222.41	203.42	--
EBITDA 利息保障倍数	2.69	2.36	1.98	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.09	0.76	4.37	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司情况

随着各项业务有序开展，跟踪期内公司本部资产规模稳步增长，债务增速亦较快，扣除优先股及永续债后整体资本实力尚可，但本部财务杠杆水平仍在 84% 附近，远高于合并口径，资本结构仍待进一步优化；本部利润实现受财务费用、子公司股利分红等因素影响波动，2023 年盈利规模有所回升，且 EBITDA 仍可足额覆盖利息支出。本部直接及间接融资渠道通畅，融资成本在同类型企业中处于较低水平，总体财务弹性很强。

公司本部营收规模很小，期间费用主要是财务费用，投资收益主要是广越企、越秀资本等子公司的股利分红，受各子公司经营业绩起伏、分红派息安排不同而有所波动。2023 年公司本部利息收入增加使得期间费用走高，进而拉低经营性业务利润规模，但受益于所获投资收益大幅增加，

整体利润实现同比有所上升，总资产收益率小幅增至 3.85%。

随着各项业务有序开展，跟踪期内公司本部资产规模稳步增长，截至 2024 年 3 月末为 1,180.32 亿元，主要构成仍为本部对子公司的投资以及各种往来款项。本部负债主要系刚性债务，近年来持续增长，2021~2023 年末有息债务复合增长率为 5.19%，且本部承担了集团体系内较多的融资职能，2024 年 3 月末其债务规模占合并口径债务的比重为 21.93%。本部权益中，优先股及永续债占比较高，扣除此类调整项后，资本实力尚可；2023 年受益于市国资委无偿划拨资产，本部资本公积大幅增长，当期末经调整的所有者权益随之升至 161.31 亿元，本部财务杠杆水平仍在 84% 附近，高于合并口径，资本结构仍待进一步优化。

公司本部现金流多受母子公司之间往来款收支、本部筹资及偿债力度大小等因素影响，各期净额波动明显。如前所述，2023 年本部利润实现有所增加，EBITDA 仍可足额覆盖利息支出；同年，经营活动贡献的现金为净流出状态，无法对利息支出进行有效覆盖。从短期偿债指标来看，截至 2024 年 3 月末，本部短期债务 225.65 亿元，货币资金 146.03 亿元，二者之间尚存在一定规模的资金缺口，考虑到本部备用流动性充裕，直接及间接融资渠道通畅，具备很高的资本市场认可度，融资成本在同类型企业中处于较低水平，总体财务弹性很强。

表 18：近年来母公司主要财务指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	0.35	0.72	1.32	0.34
财务费用	-6.28	4.71	8.31	3.44
投资收益	25.04	18.38	27.66	1.32
EBIT	53.67	36.92	42.39	--
总资产收益率	6.16	3.63	3.85	--
资产总额	963.74	1,069.07	1,133.67	1,180.32
经调整的所有者权益	138.13	135.47	161.31	159.12
短期债务	235.47	315.92	236.42	225.65
长期债务	525.13	512.37	648.90	722.41
总债务	760.60	828.29	885.33	948.07
资产负债率	70.73	73.86	73.07	74.32
总资本化比率	84.63	85.94	84.59	85.63
经营活动产生的现金流量净额	-14.38	13.77	-50.23	3.37
投资活动产生的现金流量净额	-141.20	95.56	-6.90	-8.93
筹资活动产生的现金流量净额	119.46	-40.09	10.03	56.77
EBITDA	53.67	37.29	42.90	--
EBITDA 利息保障倍数	1.83	1.22	1.42	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.49	0.45	-1.67	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

风控及资源协调能力

2023 年以来公司整套风险管理体系保持良好运行，本部可对各业务板块进行有效的财务管控，各项业务开展过程中，亦能够充分利用集团优势。总体来看，公司具备很强的金融资源协调能力。

公司在集团层面制定了完善的风险管理制度，建立了一整套风险管理体系，由董事会对风险管理、内部控制、法律合规管理制度以及有效实施进行总体监控和评价，重大事项审批流程清晰。对外担保方面，除对关联方提供担保外，公司无其他对外担保；公司能够有效协调管理各子公司投融资额度，集团层面每季度召开流动性会议，全面梳理到期债务，监控债务偿还进展和资金安排。

金融资源调度能力方面，公司持有越秀资本、越秀地产等多家上市公司股权，且在债券市场发行活跃，认可度很高，此外公司还享有充裕的银行授信额度，截至 2024 年 3 月末，公司共获得境内外主要银行授信额度 9,040.93 亿元，尚未使用额度 5,827.86 亿元。公司对各板块的金融资源协调支持体现在以下方面：直接资金支持方面，公司根据各板块业务发展需要，对子公司提供内部资金拆借，包括针对越秀交通基金收购路产予以资金支持，对越秀发展、越秀租赁等进行增资，夯实子公司资本实力。担保支持方面，针对部分自主融资成本较高的子公司，集团层面会提供融资担保支持，以降低子公司融资成本。金融服务支持方面，公司作为中信证券第二大股东，能够助力各板块在资本市场获得专业化金融服务支持。此外，公司旗下各上市主体具有资产、财务、人员独立性，但近年来公司积极推进新一代司库管理平台建设，实现内部拆借、资金调拨、资金计划、融资管理、理财管理、账户管理、资金结算等资金业务全面线上管理。总体来看，公司具备很强的金融资源协调能力。

其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径下受限资产账面价值 1,230.05 亿元，占同期末总资产的 12.00%，主要是用于担保、质押、抵押的存货、长期应收款和无形资产。

表 19：截至 2024 年 3 月末，公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值
货币资金	16.95
应收账款	0.15
长期应收款	345.69
存货	461.55
固定资产	7.02
无形资产	338.65
投资性房地产	42.92
交易性金融资产	8.26
其他	8.86
合计	1,230.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司为其他单位提供担保的对象都是关联企业，同时金融板块中存在因融资担保业务正常开展而导致的对外担保业务；除前述情况外，公司无其他对外担保；同期末，公司不存在应披露的重大未决诉讼、仲裁情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

——越秀集团 2024 年将继续坚持“4+X”发展战略，核心业务组合不发生变化，不存在大规模的

² 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其他事项和假设因素，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。

股权划入划出。

——预计越秀集团 2024 年地产板块收入仍保持一定幅度增长，交通基建板块、金融板块和食品板块均维持一定水平增长，营业总收入将稳步增长，但预计地产板块受房地产行情影响盈利能力将有所下滑，从而导致公司整体盈利略有下降。

——2024 年，公司新增在建项目投资规模预计在 150~200 亿元，股权类投资规模在 50~100 亿元。

——预计 2024 年公司债务规模将呈增长态势，2024 年新增债务类融资 2,000~2,200 亿元。

预测

表 20：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	71.65	71.34	64.21~85.61
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.36	1.98	1.39~2.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性较为充足，未来一年的流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

从流动性方面来看，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 9,040.93 亿元，尚未使用额度 5,827.86 亿元。同期末，公司未受限货币资金 1,002.95 亿元，可为公司偿还债务提供一定的直接支持。从直接融资看，公司拥有上市六家上市子公司或基金，同时在债券市场发行较为活跃，且受认可度较高，资本市场融资渠道较为通畅。从融资空间看，截至 2024 年 3 月末，公司合并口径受限资产账面价值为 1,230.05 亿元，占同期末总资产的 12.00%，主要系用于抵质押贷款的存货和无形资产，以及融资租赁业务中质押、保理融资受限的长期应收款等，公司仍有一定抵质押融资空间。整体来看，在较强的金融资源调度能力支持下，公司具备较好的流动性。

公司的流动性需求主要来源于主营业务板块的日常生产经营，房地产板块的项目建设和金融板块的对外投放，预计未来一年公司仍将保持较大规模的投资支出，资金需求量较大。同时，截至 2024 年 3 月末，公司未来一年到期债务约 1,413.33 亿元，规模较大；此外，2023 年公司资本化、费用化以及永续类债务融资工具利息支出合计约 102.73 亿元，预计未来一年随着公司债务规模的增长，利息支出将继续增加。综上所述，公司未来一年的流动性需求虽较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司较为注重安全生产与环保投入，近年来未发生重大安全事故，且公司治理结构较为完善，内控制度较为健全；公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险基本无影响。

越秀集团自 2012 年起，每年发布可持续发展报告，披露公司在经济、环境和社会治理等方面的实践情况。具体来看：

环境方面，公司坚持绿色发展理念，持续推动绿色可持续发展战略。近年来未发生重大环境污染和生态破坏事件。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，近年来未发生重大安全事故。

公司治理方面，公司依据《公司法》等有关规定，制定了公司章程，设立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层。同时，公司根据业务需要，设立了发展部、资本经营部、管理部、财务部、审计部、法律合规与风险管理部等多个部门，并在财务管理、投融资决策、对外担保以及对子公司的管理等方面制定了多条规章制度并建立了较为完善的内控体系。整体来看，公司管理体制较为完善，相应的管理制度和条例较为全面。

外部支持

广州市经济财政实力位于广东省前列，广州市政府支持能力很强；同时公司作为广州市规模最大的国有企业之一，地位重要，广州市政府对公司的支持意愿强。

广州市作为广东省省会城市，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳大湾区的重要组成部分，人口虹吸效应明显；同时，广州市是我国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业三大支柱产业，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑。广州市经济实力极强，2023 年全市实现地区生产总值 30,355.73 亿元，同比增长 4.6%，经济总量在广东省仅次于深圳市。广州市财政综合实力在广东省 21 个市持续高居前列，2023 年全市实现一般公共预算收入 1,944.15 亿元。广州市广义债务率仍处于全省及全国中下游水平，其债务压力相对较轻。同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境好。

公司控股股东和实际控制人均为广州市人民政府，广州市政府一直致力于将公司打造为产融结合、创新驱动、具有强大投融资能力和核心竞争力的国际化企业集团，始终坚持“4+X”发展战略，形成了多元化的业务布局，形成了越秀地产、越秀资本、越秀交通等有影响力的企业品牌，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，此外近年来公司亦在资产注入和财政补贴等方面获得了政府支持，综上广州市政府对公司的支持意愿强。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

跟踪债券信用分析

2020 年 2 月 24 日，公司发行“20 广越 01”，期限 3+2 年，募集资金总额 12 亿元，截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2020 年 2 月 24 日，公司发行“20 广越 02”，期限 5+2 年，募集资金总额 3 亿元，截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 1 月 8 日，公司发行“21 广越 02”，期限 5+2 年，募集资金总额 6 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于支付“16 广越 01”利息及“16 广越 01”回售款；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 1 月 21 日，公司发行“S21 广扶 2”，期限 5+2 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟用于食品板块项目建设、偿还公司的存量债务；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 6 月 10 日，公司发行“21 广越 04”，期限 3+2 年，募集资金总额 15 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补充流动资金；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 7 月 16 日，公司发行“21 广越 06”，期限 3+2 年，募集资金总额 13 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补充流动资金；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 7 月 16 日，公司发行“21 广越 07”，期限 5+2 年，募集资金总额 12 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补充流动资金；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 9 月 8 日，公司发行“21 广越 Y1”，期限 3+N 年，募集资金总额 8 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 11 月 15 日，公司发行“21 广越 Y2”，期限 3+N 年，募集资金总额 12 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 12 月 8 日，公司发行“21 广越 08”，期限 3+2 年，募集资金总额 7 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2021 年 12 月 8 日，公司发行“21 广越 09”，期限 10 年，募集资金总额 13 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2022 年 7 月 22 日，公司发行“22 广越 Y1”，期限 3 年，募集资金总额 10 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2022 年 8 月 17 日，公司发行“22 广越 03”，期限 5 年，募集资金总额 3 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2022 年 8 月 17 日，公司发行“22 广越 04”，期限 5 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 4 月 24 日，公司发行“23 广越 03”，期限 5 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 4 月 24 日，公司发行“23 广越 04”，期限 10 年，募集资金总额 10 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 6 月 5 日，公司发行“23 广越 05”，期限 5 年，募集资金总额 30 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 6 月 21 日，公司发行“23 广越 08”，期限 10 年，募集资金总额 8 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 8 月 10 日，公司发行“23 广越 10”，期限 10 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 8 月 22 日，公司发行“23 广越 11”，期限 5 年，募集资金总额 10 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2023 年 8 月 22 日，公司发行“23 广越 12”，期限 10 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2024 年 1 月 15 日，公司发行“24 广越 01”，期限 5 年，募集资金总额 7 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2024 年 1 月 15 日，公司发行“24 广越 02”，期限 10 年，募集资金总额 12 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2024 年 1 月 15 日，公司发行“24 广越 04”，期限 10 年，募集资金总额 20 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于生产性支出；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2024 年 4 月 24 日，公司发行“24 广越 Y1”，期限 3 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于生产性支出；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

2024 年 4 月 24 日，公司发行“24 广越 Y2”，期限 10 年，募集资金总额 5 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于生产性支出；截至本报告出具日，募集资金已全部使用。

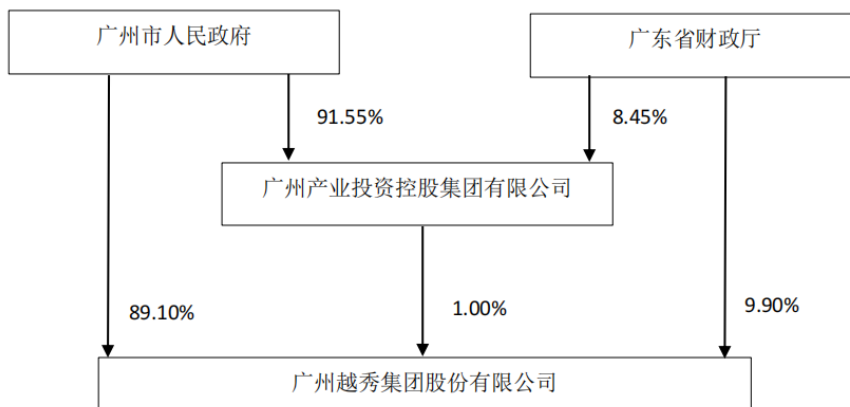
公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 越秀集团 GN001”、“20 越秀集团 MTN001”、“20 越秀集团 MTN003”、“21 越秀集团 MTN001”、“21 越秀集团 GN002（革命老区）”、“21 越秀集团 GN001（乡村振兴）”、“23 越秀集团 MTN001A”、“23 越秀集团 MTN001B”、“24 越秀集团 MTN002”、“20 广越 01”、“20 广越 02”、“21 广越 02”、“S21 广扶 2”、“21 广越 04”、“21 广越 06”、“21 广越 07”、“21 广越 Y1”、

“21 广越 Y2”、“21 广越 08”、“21 广越 09”、“22 广越 Y1”、“22 广越 03”、“22 广越 04”、“23 广越 03”、“23 广越 04”、“23 广越 05”、“23 广越 08”、“23 广越 10”、“23 广越 11”、“23 广越 12”、“24 广越 01”、“24 广越 02”、“24 广越 04”、“24 广越 Y1”、“24 广越 Y2”的债项信用等级为 **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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	7,807,350.54	8,567,362.94	9,332,822.75	10,199,001.19
应收账款	108,304.09	197,300.69	199,318.46	219,249.11
其他应收款	4,025,711.55	4,511,006.72	5,770,222.37	6,920,209.94
存货	18,109,446.56	21,202,854.42	24,114,533.43	25,443,420.57
长期投资	8,393,877.71	9,228,676.43	9,208,081.66	9,175,252.11
固定资产	926,953.54	1,544,954.83	3,347,147.37	3,751,098.44
在建工程	374,849.31	655,484.05	352,818.39	340,006.99
无形资产	3,618,533.24	4,349,565.50	4,414,074.34	4,379,261.03
资产总计	78,247,952.80	90,358,916.81	100,575,794.15	102,484,813.42
其他应付款	2,810,157.91	2,680,502.99	3,928,318.21	4,908,600.16
短期债务	12,430,180.55	13,915,382.52	13,516,786.15	14,133,297.29
长期债务	19,137,395.24	22,298,817.23	26,524,733.78	29,095,860.65
总债务	31,567,575.79	36,214,199.75	40,041,519.93	43,229,157.94
净债务	23,890,607.30	27,829,627.55	30,871,170.86	33,199,662.64
负债合计	63,868,929.59	74,591,199.88	83,052,172.17	84,787,159.82
所有者权益合计	14,379,023.22	15,767,716.93	17,523,621.98	17,697,653.60
利息支出	849,075.40	943,907.86	1,027,318.36	218,594.06
营业总收入	8,716,181.06	10,602,664.32	12,372,198.63	2,131,873.85
经营性业务利润	1,281,863.10	1,271,203.19	1,179,431.13	134,960.73
投资收益	484,626.34	331,036.29	478,479.56	93,007.31
净利润	1,161,051.13	1,075,044.75	739,654.18	125,705.44
EBIT	2,016,362.03	1,840,332.93	1,542,638.02	--
EBITDA	2,286,158.02	2,224,147.64	2,034,157.30	--
经营活动产生的现金流量净额	80,649.00	718,332.59	4,491,660.07	-2,753,467.97
投资活动产生的现金流量净额	-2,693,846.38	-2,437,940.11	-3,192,820.80	132,101.75
筹资活动产生的现金流量净额	4,841,862.19	1,037,329.57	393,899.27	1,760,777.36
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	25.09	22.19	18.78	18.13
期间费用率（%）	11.98	12.29	12.14	15.95
EBIT 利润率（%）	26.08	19.19	14.48	--
总资产收益率（%）	2.58	2.18	1.62	--
流动比率（X）	1.12	1.11	1.18	1.25
速动比率（X）	0.71	0.70	0.75	0.80
存货周转率（X）	0.32	0.38	0.38	0.22
应收账款周转率（X）	71.40	62.75	53.73	32.52
资产负债率（%）	81.62	82.55	82.58	82.73
总资本化比率（%）	70.93	71.65	71.34	72.67
短期债务/总债务（%）	39.38	38.43	33.76	32.69
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.02	-0.01	0.09	-0.25
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.06	-0.02	0.26	-0.78
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.09	0.76	4.37	--
总债务/EBITDA（X）	13.81	16.28	19.68	--
EBITDA/短期债务（X）	0.18	0.16	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.69	2.36	1.98	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.37	1.95	1.50	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.02	0.01	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021~2022 年财务数据分别采用了 2022~2023 年审计报告期初数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具中带息债务调入长期债务；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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	727,393.59	1,419,214.32	948,223.61	1,460,293.24
应收账款	--	--	--	--
其他应收款	4,910,001.41	3,802,629.47	4,196,604.05	3,629,453.99
存货	--	--	--	--
长期投资	3,459,107.08	4,427,605.40	5,618,101.72	5,618,101.72
固定资产	10.84	56.44	47.64	45.44
在建工程	--	--	--	--
无形资产	--	--	--	--
资产总计	9,637,354.05	10,690,736.24	11,336,749.42	11,803,195.40
其他应付款	636,807.04	1,044,187.63	866,992.90	727,629.27
短期债务	2,354,729.96	3,159,181.62	2,364,240.45	2,256,526.17
长期债务	5,251,254.39	5,123,718.83	6,489,046.65	7,224,133.29
总债务	7,605,984.35	8,282,900.45	8,853,287.10	9,480,659.45
净债务	6,878,590.77	6,863,686.13	7,905,063.50	8,020,366.21
负债合计	6,816,449.55	7,895,990.65	8,283,642.51	8,771,960.29
所有者权益合计	2,820,904.50	2,794,745.59	3,053,106.91	3,031,235.11
利息支出	292,775.89	305,339.91	301,577.62	58,622.72
营业总收入	3,536.41	7,206.78	13,211.95	3,354.16
经营性业务利润	62,357.16	-52,238.27	-77,557.56	-33,268.58
投资收益	250,367.01	183,809.12	276,559.22	13,155.89
净利润	319,245.36	132,604.02	183,970.32	-20,132.69
EBIT	536,739.42	369,206.05	423,871.33	--
EBITDA	536,739.42	372,949.53	429,029.60	--
经营活动产生的现金流量净额	-143,773.99	137,691.26	-502,280.07	33,679.51
投资活动产生的现金流量净额	-1,411,961.69	955,563.00	-69,049.75	-89,275.23
筹资活动产生的现金流量净额	1,194,631.91	-400,881.77	100,339.10	567,665.35
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率（%）	-1,701.08	808.01	683.29	1,084.62
EBIT 利润率（%）	15,177.54	5,123.04	3,208.24	--
总资产收益率（%）	5.57	3.63	3.85	--
流动比率（X）	1.98	1.26	1.60	1.89
速动比率（X）	1.98	1.26	1.60	1.89
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	70.73	73.86	73.07	74.32
总资本化比率（%）	84.63	85.94	84.59	85.63
短期债务/总债务（%）	30.96	38.14	26.70	23.80
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.06	-0.02	-0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.19	-0.05	-0.34	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.49	0.45	-1.67	--
总债务/EBITDA（X）	14.17	22.21	20.64	--
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.12	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.83	1.22	1.42	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.83	1.21	1.41	--
FFO/总债务（X）	-0.04	-0.03	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021~2022 年财务数据分别采用了 2022~2023 年审计报告期初数，2023 年、2024 年一季度财务数据分别采用了 2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他流动负债中带息债务调入短期债务，将其他非流动负债、其他权益工具中带息债务调入长期债务；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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

附四：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	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
经营效率	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
	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
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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	(营业收入-营业成本)/营业收入
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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