



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪420号

广州越秀集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州越秀集团有限公司2015年公司债券（第一期）”、“广州越秀集团有限公司2016年公司债券（第一期）”和“广州越秀集团有限公司2016年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十二日

广州越秀集团有限公司 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（2019）

债券名称	广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）		
债券代码	品种 1: 122465.SH 品种 2: 122466.SH		
债券简称	品种 1: 15 广越 01 品种 2: 15 广越 02		
发行主体	广州越秀集团有限公司		
发行规模	品种 1: 75 亿元 品种 2: 15 亿元		
存续期限	品种 1: 2015/09/18-2018/09/18 品种 2: 2015/09/18-2020/09/18		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	
	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定

债券名称	广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）		
债券代码	品种 1: 136193.SH 品种 2: 136194.SH		
债券简称	品种 1: 16 广越 01 品种 2: 16 广越 02		
发行主体	广州越秀集团有限公司		
发行规模	品种 1: 20 亿元 品种 2: 10 亿元		
存续期限	品种 1: 2016/01/27-2023/01/27 品种 2: 2016/01/27-2026/01/27		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	
	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定

债券名称	广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券（第二期）		
债券代码	品种 1: 136267.SH 品种 2: 136268.SH		
债券简称	品种 1: 16 广越 03 品种 2: 16 广越 04		
发行主体	广州越秀集团有限公司		
发行规模	品种 1: 15 亿元 品种 2: 15 亿元		
存续期限	品种 1: 2016/03/09-2023/03/09 品种 2: 2016/03/09-2026/03/09		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	
	债项级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别	AAA	评级展望 稳定

基本观点

2018 年,广州越秀集团有限公司(以下简称“越秀集团”或“公司”)房地产、交通基建和金融等主要业务板块稳健发展,继续保持了极强的竞争实力和良好的盈利能力。同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司债务规模持续上升、外部环境变化使其房地产及金融业务不确定性增强等对公司信用水平的影响。

综上,中诚信证评维持越秀集团主体信用等级为 AAA,评级展望为稳定;维持“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券(第一期)”、“广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券(第一期)”和“广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券(第二期)”信用等级为 AAA。

正面

- 综合竞争实力极强。公司系广州市政府直属国有企业,且旗下拥有包括越秀地产、越秀交通、越秀金控和创兴银行在内的四家境内外上市企业,且在各自的行业内知名度高、营运状况良好,公司具有极强的综合竞争实力。
- 房地产板块销售业绩稳增,项目区域布局良好。作为公司最主要的收入及利润来源,2018 年公司房地产板块经营业绩持续稳步提升,当年合同销售金额同比增长 45.99%,且在建、拟建项目多位于一线及市场环境较好的重点二线城市,2019 年 4 月,公司引入广州地铁作为战略投资者,进一步提升了公司地产板块项目获取能力。
- 盈利能力及 EBITDA 对债务利息保障能力良好。公司凭借多元化的经营模式有效降低了经营性风险,2018 年公司净利润和 EBITDA 规模分别为 49.85 亿元和 141.18 亿元,盈利能力及 EBITDA 对债务利息保障能力依然良好。

概况数据

越秀集团	2016	2017	2018
所有者权益(亿元)	665.48	658.70	846.95
总资产(亿元)	3,739.50	4,295.64	5,181.10
总债务(亿元)	1,292.98	1,592.06	1,808.50
营业总收入(亿元)	341.22	372.68	448.21
营业毛利率(%)	29.89	40.16	36.53
EBITDA(亿元)	107.33	102.44	141.18
所有者权益收益率(%)	6.41	5.83	5.89
资产负债率(%)	82.20	84.67	83.65
总债务/EBITDA(X)	12.05	15.54	12.81
EBITDA 利息倍数(X)	2.41	2.09	2.02

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款中均包含有息债务，故将其分别调整至短期借款和长期借款计算相关指标。

关注

- 外部环境变化影响。房地产业务及证券等金融业务易受经济波动、监管政策调整影响，当前宏观经济下行压力较大、国内房地产市场调整加码、证券市场监管全面趋严使得公司业务发展的不确定性上升、相关业务发展面临的合规及竞争压力增大。
- 债务压力较大，且未来仍存在一定的资金支出压力。2018 年末，公司总债务增至 1,808.50 亿元，其中短期债务 483.77 亿元，总资本化比率 68.11%，债务压力较大；随着各板块业务的持续发展，公司营运资金需求上升，房地产板块在建、拟建项目的开发推进，亦将给公司带来一定的资金支出压力。

分析师

胡辉丽 hlu@ccxr.com.cn

刘艳美 ymliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年 6 月 12 日

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项说明

为提升核心竞争力，2018 年公司对房地产、交通基建、金融等多个业务板块的资产做了重大重组，引入广州地铁作为战略投资者，增购参控股路产，同时，优化金融产业布局，剥离亏损的广州证券及同业竞争激烈的百货业务，业务布局进一步优化

2018 年 8 月，广州市出台《中共广州市委广州市人民政府关于促进国资国企改革创新的实施意见》，作为广州市政府下属重要国有企业，2018 年以来公司积极推进资产重组、资源整合和资本运作，提升核心竞争能力。

房地产方面，2019 年 4 月，越秀地产股东大会通过收购广州增城品秀星图项目 86% 权益和向广州地铁配售 30.81 亿股股票事项。广州地铁以总对价 61.62 亿港元认购越秀地产 30.81 亿股股票，认购完成后，广州地铁持有越秀地产 19.9% 股份，成为越秀地产第二大股东；同时，越秀地产通过间接子公司广州云湖房地产开发有限公司，向股东方越秀集团、广州地铁收购广州增城品秀星图项目 86% 股权及贷款权益（其中，越秀集团股权及贷款权益为 51%，广州地铁股权及贷款权益为 35%），支付对价总额 141.08 亿元（其中向控股股东越秀集团支付对价 84.82 亿元，向广州地铁支付对价 56.26 亿元），交易完成后，公司将在广州新增土储 146 万平方米，预计实现销售收入 350 亿元。未来越秀地产将借助“轨交+物业”模式深耕大湾区，越秀地产与广州地铁的战略合作，将进一步增强公司地产板块竞争力。

交通基建是越秀集团三大主业之一，为做大做强交通板块，进一步发挥其利润稳定器的作用，公司于 2018 年 12 月 28 日与广东省国有企业广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“广晟公司”）签署的《股权转让协议》，公司收购广晟公司持有或有权转让的：（1）湖北省广晟高速公路集团有限公司 100% 的股权；（2）通过全资子公司广东省广晟建设投资集团有限公司持有的汉蔡高速 38.5% 的股权；（3）广东金晟丰股权投资基金管理合伙企业（有

限合伙）持有并授权广晟公司转让的武汉安帝科技产业发展有限公司及安帝公司 99.9% 的股权及上述附随于股权的包括但不限于特许经营权在内的权益。本次协议转让的广晟公司资产包交易对价约 150 亿元，包括汉蔡高速、大广南高速、汉鄂高速三条路产，总里程约 200 公里。截至 2019 年 5 月，相关股权转让手续均已办理完成。

金融板块方面，为提升广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“越秀金控”）持续盈利能力、推动广州证券资本规模迅速做大、打造以证券为核心的上市金控平台，2016 年 12 月，越秀金控发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买广州恒运、广州城启、广州富力、北京中邮、广州白云以及广州金控合计持有的广州证券 32.77% 股权。2018 年 10 月 8 日，公司完成标的资产股权交割过户手续，交易对价为 62.64 亿元，越秀金控及其全资子公司广州越秀金控合计持有广州证券 100% 的股权。

但是 2018 年证券市场大幅波动、广州证券亏损严重，为及时止损，2019 年 1 月 9 日，公司召开了第八届董事会第二十三次会议，审议通过《关于本次重大资产出售方案的议案》及相关议案，越秀金控及其全资子公司广州越秀金控拟向中信证券出售剥离掉广州期货 99.03% 股份、金鹰基金 24.01% 股权的广州证券 100% 股份，该交易的前提是，广州证券拟将其所持有的广州期货 99.03% 股权以及金鹰基金 24.01% 股权剥离给越秀金控或其关联方。2019 年 3 月，越秀金控发布《重大资产出售报告书（草案）（修订稿）》，披露以 2018 年 11 月 30 日为评估基准日，经中联国际评估的广州证券（不包括广州期货 99.03% 股权以及金鹰基金 24.01% 股权）100% 股权评估值为 121.96 亿元，剥离资产评估值合计为 12.64 亿元（广州期货 99.03% 股权评估值为 10.16 亿元、金鹰基金 24.01% 股权评估值为 2.48 亿元），前述评估报告均已经国有资产监督管理有关部门核准/备案。经各方协商一致，本次交易的交易对价暂不超过 134.60 亿元，交易对价包括拟剥离广州期货和金鹰基金股权所获得的对价，由中信

证券以发行股份的方式支付，实际交割不包括广州期货和金鹰基金等剥离资产。交易前越秀金控及其全资子公司广州越秀金控持有广州证券 100% 的股权，本次交易后，越秀金控及其全资子公司广州越秀金控不再持有广州证券的股权。截至 2019 年 4 月底，广州期货、金鹰基金股权剥离尚未完成，本次重大资产出售尚未完成。

此外，越秀金控子公司广州友谊集团有限公司（以下简称“广州友谊”）与广州百货企业集团有限公司均是广州市国资委直管企业，主业同为百货业务，在业务上存在较高相关度，业务整合有利于广州市百货业务以及双方各自主业的发展。越秀金控于 2019 年 2 月 27 日、2019 年 3 月 15 日分别召开第八届董事会第二十五次会议、2019 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于出售子公司广州友谊 100% 股权的议案》，公司将所持广州友谊 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。截至 2019 年 5 月，公司持有广州友谊 100% 股权已过户到广商资本名下。

其他业务方面，2018 年，广州市国资委将所持广州风行发展集团有限公司（以下简称“风行集团”）100% 国有产权无偿划拨至公司，风行集团首次纳入公司合并范围。风行集团主营业务包括畜牧养殖业收入、乳制品加工与销售业收入和现代服务业收入，2018 年实现营业收入 21 亿元。未来风行集团将致力夯实提升畜牧养殖，做强做大乳制品加工，谋划拓展健康食品，稳步发展现代服务业，努力打造成为全产业链区域领先的食物产业集团。

总的来看，为响应提升国有企业核心竞争力的号召，2018 年公司对房地产、交通基建、金融等多个业务板块的资产做了重大重组，引入广州地铁作为战略投资者，增购参股控股路产，同时，优化金融产业布局，剥离亏损的广州证券及同业竞争激烈的百货业务。未来，公司将集中优势发展地产、交通、银行、融资租赁、不良资产管理、资本营运等主营业务，进一步巩固“3+X”现代产业体系。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

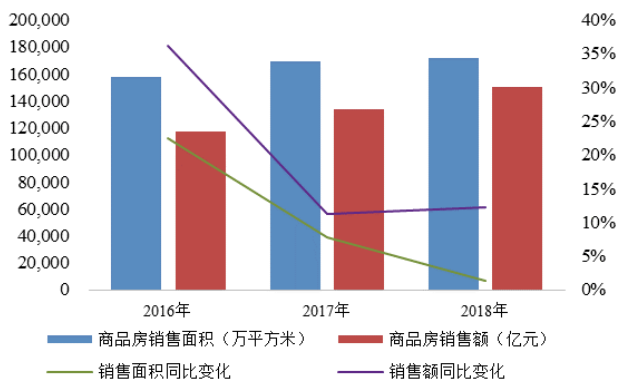
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和

149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%¹，增速同比下降 3.8 个百分点。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；

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

土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18%和 12.24%至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60%和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外

发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018年TOP100房企销售金额占全国销售额比重较上年上升11.20个百分点至66.70%；TOP50房企销售金额占比较上年上升9.20个百分点至55.10%；TOP10房企销售金额门槛达到超过2,000亿元，占全国销售金额的比重为26.90%，较上年上升2.80个百分点，千亿房企数量亦达到30家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

我国经济总体运行平稳，公司路产所在区域经济稳定发展，对区域高速公路行业发展提供了良好的外部环境

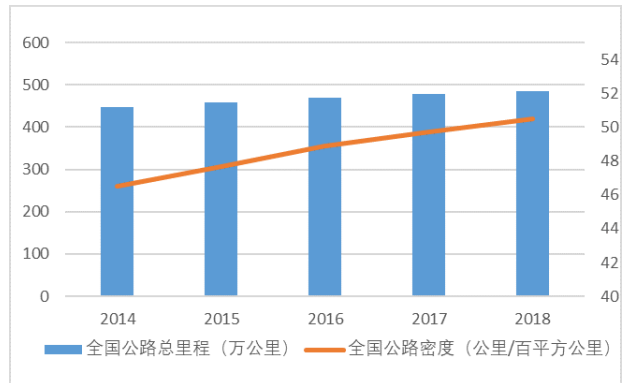
在全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进背景下，2018年我国经济延续了2017年下半年以来稳中向好态势，全年国内生产总值（GDP）900,309亿元，同比增长6.6%。公司所投资运营的项目主要分布在广东、天津、广西、湖南、湖北及河南等区域，2018年GDP分别增长6.8%、3.6%、6.8%、7.8%、7.8%和7.6%，除天津市外均高于全国平均水平。稳定发展的区域经济，为公司区域高速公路收费提供了良好的外部环境。

收费高速公路行业呈稳定发展态势，需关注铁路规模的扩大对公路运输的分流影响

公路运输在受宏观经济影响的同时，具有刚性需求的特点，在社会汽车保有量延续双位数增长、居民收入提升、消费升级、电子商务日趋发达而促进物流业飞速发展等利好因素支持下，具备持续增长的动力。经过多年的投资建设发展，我国已形成

了较大规模的运营路产。截至2018年末，全国公路总里程达484.65万公里，较上年末增加7.31万公里；公路密度50.48公里/百平方公里，较上年增加0.76公里/百平方公里；公路养护里程475.78万公里，占公路总里程98.2%。2018年末全国四级及以上等级公路里程446.59万公里，比上年增加12.73万公里，占公路总里程92.1%，提高1.3个百分点。二级及以上等级公路里程64.78万公里，增加2.56万公里，占公路总里程13.4%，提高0.3个百分点。高速公路里程14.26万公里，增加0.61万公里；高速公路车道里程63.33万公里，增加2.90万公里。国家高速公路10.55万公里，增加0.33万公里。

图2：2014~2018年全国公路总里程及密度



资料来源：2018年交通运输行业发展统计公报，中诚信证评整理

运输量方面，2018年公路运输客流量稍有下滑，但在我国交通运输体系中仍占据主导地位。2018年，我国旅客运输总量为179.38亿人次，其中公路完成旅客运输量136.72亿人次，占运输总量的76.22%；同年，我国货物运输总量为506.29亿吨，其中公路运输量达到395.69亿吨，占运输总量的78.15%。

周转量方面，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击，2018年受铁路运输的影响，公路旅客周转量稍有下滑，但货物周转量持续增长。旅客周转量9,280.00亿人公里，比上年减少4.97%；货物周转量71,249.00亿吨公里，同比增长6.70%。

从汽车行业运行状况来看，受传统汽车行业产能过剩和二手车市场的冲击，2018年我国汽车产业面临较大的压力，产销量均出现下降，全年实现产销量分别为2,780.9万辆和2,808.1万辆，同比分别

减少 4.2% 和 2.8%。随着汽车行业和国民经济的发展，全国民用汽车保有量仍实现两位数增长，截至 2018 末，全国民用汽车保有量达到 24,028 万辆（包括三轮汽车和低速货车 906 万辆），比上年末增长 10.5%，其中私人汽车保有量 20,730 万辆，同比增长 10.9%。民用轿车保有量 13,451 万辆，同比增长 10.3%。

总体来看，汽车保有量的扩大，对公路运输产生了一定的积极作用，加之我国公路路网的不断完善，运输量快速增长，但同时也关注到铁路规模的扩大对公路运输产生了一定的分流作用。

业务分析

作为广州市政府出资组建的集团公司，经过多年的发展和结构优化，公司目前已形成地产、金融、交通基建、造纸、百货等业务板块，其中地产、交通基建和金融为公司的核心业务，主要经营主体分别为越秀地产股份有限公司（以下简称“越秀地产”，股票代码 00123.HK）、越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通”，股票代码 01052.HK）、越秀金控股份（股票代码 000987）和创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”，股票代码 01111.HK）。三大主业构成了公司营业总收入的主要来源，造纸和百货等其他业务则对公司收益形成有效的补充。

2018 年，公司整体经营稳健，全年实现营业总收入 448.21 亿元，同比增长 20.27%，其中，地产业务收入 265.30 亿元，占比为 59.19%，是公司最主要的收入来源；金融业务收入 72.97 亿元，占比为 16.28%；交通基建业务收入 28.77 亿元，占比为 6.42%；造纸业务收入 27.49 亿元，占比为 6.13%；其他业务收入 53.67 亿元，占比为 11.97%，其他业务主要系百货业务收入和新纳入合并范围的风行集团经营的畜牧养殖业、乳制品加工与销售业、现代服务业收入。

表 1：2016~2018 年公司收入结构情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
地产	226.13	66.27	242.23	65.00	265.30	59.19
交通基建	25.42	7.45	27.32	7.33	28.77	6.42
金融	56.77	16.64	52.06	13.97	72.97	16.28
造纸	19.73	5.78	21.97	5.90	27.49	6.13
其他	13.17	3.86	29.09	7.81	53.67	11.97
合计	341.22	100	372.67	100	448.21	100

注：其他中含内部抵销部分

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

越秀地产 2018 年合同销售金额增长较快，同时新增多幅土地项目，土地储备充足且一二线城市区域化布局进一步巩固；同时随着广州地铁的引入，越秀地产获取轨交物业资源的能力和优势将进一步增强，未来发展前景良好

地产板块是越秀集团主要收入和利润来源之一。2018 年公司地产板块实现销售收入 265.30 亿元，同比增长 9.52%；取得净利润 30.39 亿元，同比上升 31.27%。当年公司地产板块对公司营业总收入和净利润的贡献度分别为 59.19% 和 60.96%（均为合并抵销前数据，下同）。

2018 越秀地产合理把握开发和销售节奏，抓住刚性和改善型需求释放的时机，加快去化力度，并借助其优势的项目资源分布，销售业绩实现较大幅度增长。2018 年越秀地产竣工面积 259 万平方米，同比增长 5.28%；当年新开工面积 606 万平方米，同比增长 62.47%。

表 2：2016~2018 年越秀地产房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2016	2017	2018
房屋新开工面积	336	373	606
房屋施工面积	1,089	1,134	1,560
竣工面积	326	246	259
销售面积	233	222	284
在建项目面积	1,089	1,134	1,560
新增土地储备面积	356	378	507
期末土地储备面积	1,634	1,750	2,135
实际销售额	302.52	408.69	596.65

资料来源：越秀地产年报，中诚信证评整理

销售方面,2018年越秀地产全年取得合同销售(连同合营公司项目的销售)金额人民币596.65亿元,同比上升45.99%,均价约为2.10万元/平方米,同比上升13.99%。从销售区域来看,2018年越秀地产销售项目全部分布在珠三角、长三角、中部地区和环渤海区域。其中,以广州为核心的珠三角地区实现签约金额359.59亿元,占总签约金额的比重为60.27%,其中广州占比52.79%,珠三角(除广州)占7.48%;长三角约占22.51%;中部地区占10.35%;环渤海占6.88%。除中部地区销售价格较上年降低31.47%外,2018年公司其他区域销售价格呈增长趋势,公司在广州、珠三角(除广州)、长三角以及环渤海区域的销售均价同比增长8.47%、5.30%、14.37%和26.53%。

表 3: 2016~2018 年越秀地产房地产销售情况

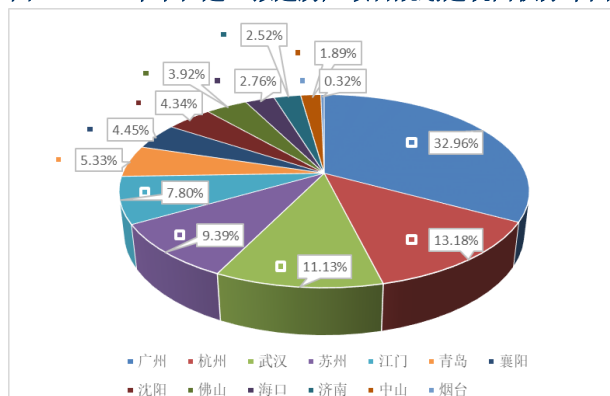
单位: 万平方米、亿元

区域	2016		2017		2018	
	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	70.93	130.37	68.28	183.97	107.76	314.96
珠三角(不含广州)	78.25	64.82	50.74	51.32	41.90	44.63
中部	21.61	40.44	16.45	44.54	33.27	61.73
长三角	42.11	49.86	47.82	86.02	65.26	134.28
环渤海	20.1	17.03	38.33	34.42	36.13	41.05
其他	--	--	0.4	8.42	-	-
合计	233	302.52	222.02	408.69	284.32	596.65

资料来源: 越秀地产年报, 中诚信证评整理

截至2018年末,越秀地产在建项目共49个,规划建筑面积合计为2,018.43万平方米,较上年大幅增长26.47%;拟建项目共计14个,规划建筑面积合计434.38万平方米,较上年增加15.56%。从项目的区域分布来看,在建项目中,广州地区占比28.75%,杭州次之,占比为13.18%;拟建项目中,广州占比52.55%,苏州次之,占比25.42%。整体来看,当前越秀地产在建、拟建项目集中于经济较发达的一线城市和重点二线城市,且区域布局相对分散,合理的区域布局也有利于分散其房地产开发业务风险。

图 3: 2018 年末在建、拟建房产项目规划建筑面积分布图



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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。2018年以来,按照三大增长区布局项目的战略导向,越秀地产于广州、江门、武汉等八个城市新增优质土地项目16幅,总建筑面积为506.99万平方米,按权益计算建筑面积为257.50万平方米。截至2018年末,越秀地产拥有的土地储备为2,134.56万平方米,较上年末增长31.20%,共66个项目分布于全国12个城市。按权益计算,越秀地产土地储备为1,403.15万平方米,较上年末增加42.74%。从区域分布来看,上述土地储备中广州占41.67%、珠三角(除广州)占8.48%、长三角占17.63%、中部地区占17.05%、环渤海占11.65%、海南占3.18%以及香港占0.34%,其中84.83%分布于大湾区、长三角和中部地区三大核心增长区域,区域布局持续优化。

此外,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,2018年公司物业经营实现营业收入21.43亿元,同比增长7.20%。

表 4: 截至 2018 年末公司主要持有的经营性物业情况

项目	业态	出租面积(平方米)
越秀城市广场	车场	83,528
国际羽毛球培训中心	商业	10,750
越秀金融大厦	商业	208,332
佛山南海项目(在建)	商业	115,660
天河南住4区综合服务楼	商业	6,105
合计	--	424,375

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看，在房地产市场分类调控持续推进、房地产企业资金平衡压力加大、行业集中度进一步提升的背景下，越秀地产依托品牌影响力及合理优质的项目布局，为公司地产板块经营发展奠定了良好基础，引入广州地铁作为战略投资者以及收购广州增城品秀星图项目，大幅增加公司在广州地区的土地储备，增强越秀地产获取轨交物业资源的能力和优势，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。

越秀交通核心路产所在区域经济高度发达，2018年路产运营平稳，车流量和路费收入整体上呈稳定增长态势，整体经营状况良好，未来随着湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速等新收购项目的纳入合并范围，公司交通基建板块收入具有较大增长空间

交通基建板块是越秀集团主要收入和利润来源之一。受益于广州市内核心路产广州北二环高速的平稳经营以及河南尉许高速、湖北随岳南高速快速发展，2018年公司交通基建板块实现收入28.77亿元，同比增长6.42%；实现净利润14.12亿元，同比增长11.44%。当年公司交通基建板块对公司营业总收入和净利润的贡献度分别为6.42%和28.32%，营业总收入贡献度较上年下降0.91个百分点，净利润贡献度较上年提高4.66个百分点。

截至2018年末，公司所投资经营的路产里程与上年保持一致，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，拥有控股权的7条道路总收费里程达到337.1公里，权益里程为281.1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77.3公里。

表 5：截至 2018 年末越秀交通投资经营的公路和桥梁情况

	道路/桥梁名称	收费公里数	公路类别	所占权益 (%)	权益公里数	经营期
控股项目	广州北二环高速	42.5	高速公路	60.00	25.5	2002~2032 年
	广西苍郁高速	23.3	高速公路	100.00	23.3	2005~2030 年
	天津津保高速	23.9	高速公路	60.00	14.3	2000~2030 年
	湖北汉孝高速	38.5	高速公路	100.00	38.5	2006~2036 年
	湖南长株高速	46.5	高速公路	100.00	46.5	2010~2040 年
	河南尉许高速	64.3	高速公路	100.00	64.3	2005~2035 年
	湖北随岳南高速	98.1	高速公路	70.00	68.7	2010~2040 年
	小计	337.1	--	--	281.1	--
联营、合营项目	广州西二环高速	42.1	高速公路	35.00	14.7	2006~2030 年
	虎门大桥	15.8	悬索桥梁	27.78	4.4	1997~2029 年
	广州北环高速	22.0	高速公路	24.30	5.3	1994~2023 年
	汕头海湾大桥	6.5	悬索桥梁	30.00	2.0	1996~2028 年
	清连高速	215.2	高速公路	23.63	50.9	2009~2034 年
小计	301.6	--	--	77.3	--	
合计	638.7	--	--	358.4	--	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受益于汽车保有量的增加、地区经济平稳运行等利好因素，2018年越秀交通各项营运指标呈稳定增长趋势，控股和联营合营项目日均车流量合计103.54万辆，较2017年增长8.83%；日均路费收入合计1,881.26万元，较2017年增长4.67%。

表 6：截至 2018 年末越秀交通投资经营的公路和桥梁运营情况

道路/桥梁名称	日均收费车流量		日均路费收入	
	2018 年 (辆/天)	同比变动 (%)	2018 年 (元/天)	同比变动 (%)
控股项目				
广州北二环高速	233,210	1.4	3,179,674	-1.9
广西苍郁高速	10,857	-11.2	214,059	-8.8
天津津保高速	37,345	7.9	261,956	6.4
湖北汉孝高速	26,719	0.0	465,833	-14.2
湖南长株高速	59,329	-2.0	679,843	1.4
河南尉许高速	31,928	36.0	1,170,869	30.2
湖北随岳南高速	22,903	14.8	1,827,965	16.5
小计	422,291	17.85	7,800,199	5.34
联营合营项目				
广州西二环高速	73,237	3.9	1,653.165	23.1
虎门大桥	121,747	2.8	4,583.065	3.7
广州北环高速	348,447	3.9	2,109.430	-0.6
汕头海湾大桥	26,175	-0.8	582.672	-12.4
清连高速	43,477	5.6	2,084.099	3.4
小计	613,083	3.48	11,012,431	4.26
合计	1,035,374	8.83	18,812,630	4.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018年越秀交通控股路产日均车流量稳中有增，当年控股路段日均合计车流量为42.23万辆，同比增长17.85%。其中天津津保高速、河南尉许高速以及湖北随岳南高速日均车流量、路费收入均实现增长。具体来看，天津津保高速2018年日均收费车流量和日均路费收入分别为37,345辆和26.20万元，较2017年同比增长7.9%和6.4%，主要收益于地方道路加大治超力度以及地方道路桥梁施工，使得部分车辆行驶至津保高速；河南尉许高速2018年日均收费车流量和日均路费收入分别为31,928辆和117.09万元，分别较2017年同比增长36.0%和30.2%，主要是受益于地方经济发展带来车流量的增长以及地方道路开展超载超速整治，使得部分车辆行驶河南尉许高速；湖北随岳南高速受益于京港澳高速武汉军山大桥段自2017年7月30日起维修管制，部分货车选择绕行随岳南高速，使得2018年该路段日均收费车流量和路费收入同比增长14.8%和16.5%；广西苍郁高速受柳梧高速和梧州环城高速通车以及X184县道完成升级改造分流影响，2018年日均收费车流量和日均路费收入分别为10,857辆和21.41万元，分别较2017年减少11.2%和8.8%；联营及合营路段车流量亦保持快速增长，2018年日均车流量合计61.31万辆，同比增长3.48%。

通行费收入来看，随着通行量的增加，2018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28.47亿元，同比增加5.33%，其中河南尉许高速、湖北随岳南高速对越秀交通通行费收入增长的贡献较大，分别同比增长30.2%和16.5%。另根据测算，越秀交通2018年受绿通影响约减少收入32,939万元，受节假日免费通车影响减少收入9,033万元。

表 7：2016~2018 年越秀交通控股道路收入情况

项目名称	单位：亿元		
	2016	2017	2018
广州北二环高速	10.28	11.79	11.61
广西苍郁高速	0.85	0.85	0.78
天津津保高速	0.97	0.89	0.96
湖北汉孝高速	1.53	1.97	1.70
湖南长株高速	2.23	2.43	2.48
河南尉许高速	2.78	3.27	4.27
湖北随岳南高速	4.15	5.7	6.67
合计	22.79	26.9	28.47

注：上述收入系扣除税项后的数额；

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

业务运营支出方面，主要包括收费公路的日常养护和专项养护开支。2018年越秀交通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，当年越秀

公路及桥梁日常养护支出为4,234万元,专项养护支出为3,443万元,合计支出为7,677万元,同比减少20.77%。2020年,公司公路及桥梁将进入国检年,2019年起部分道路将进入大修周期,越秀交通未来五年养护支出(含资本化支出)计划分别为17,365万元、53,819万元、47,124万元、29,819万元和12,705万元。

总体来看,越秀交通路产运营平稳,车流量和路费收入整体上呈稳定增长态势,整体经营状况良好,未来随着湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速等新收购项目纳入合并范围,未来公司交通基建板块收入具有较大的增长空间。

公司金融板块已逐步完成全金融产业链布局,2018年各项类金融业务快速发展,带动公司金融板块实力不断增强,但广州证券的资产出售事件的进展及对公司的影响仍需关注

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有限公司(以下简称“创兴银行”),其余均由越秀金控负责。2018年公司金融板块实现收入72.97亿元,同比增长40.17%,实现净利润27.50亿元(未抵消内部交易净利润),同比增长49.62%。当年公司金融板块对公司营业总收入和净利润的贡献度分别为16.28%和55.17%,其中创兴银行实现营业收入36.86亿港元,净利润17.60亿港元;广州证券实现营业收入25.80亿元,净利润-3.23亿元,主要是期货大宗商品交易及风险管理业务、证券经纪业务亏损所致;越秀租赁实现营业收入20.00亿元,净利润6.22亿元;越秀产业基金实现营业收入2.39亿元,净利润1.31亿元。

广州证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司,主要业务指标位于行业中上游水平,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。2016年12月26日,越秀金控发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》,越秀金控拟通过发行股份及支付现金方式购买广州恒运、广州城启、广州富力、北京中

邮、广州白云以及广州金控合计持有的广州证券32.77%股权,交易对价为62.64亿元。截至2018年10月8日,公司完成标的资产股权交割过户手续,越秀金控及其全资子公司广州越秀金控合计持有广州证券100%的股权。截至2018年末,广州证券总资产495.31亿元,净资产110.02亿元。

但2018年证券市场大幅波动,广州证券发生亏损,全年实现营业收入(已抵减内部交易)25.80亿元,同比增长48.02%,主要是2018年广州证券全资子公司广州期货实现营业收入13.46亿元,同比增长401.17%;同期,广州证券实现净利润-3.23亿元,主要是由于期货大宗商品交易及风险管理业务实现营业收入12.03亿元,但毛利率仅0.42%,同时证券经纪业务受分支机构快速扩张带来经营成本上升及行业佣金率下滑的影响毛利率降为-34.28%。为及时止损,2019年公司拟将广州证券转让于中信证券,后续进展及对公司的影响需进一步关注。

银行业务方面,2018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,目前在内地已形成三间分行、四间支行,覆盖珠江三角洲地区的3+4业务网点布局。截至2018年末,创兴银行在香港设立39间分行,大陆设有3间分行及4间支行,澳门设有1间分行,上海设立代表处,海外在美国三藩市设有1间分行。2018年创兴银行各项指标保持稳定增长的趋势,截至2018年末,创兴银行资产总额为1,905.76亿港元,同比增长16.38%;银行客户存款总额为1,436.90亿港元,同比增长20.99%;客户贷款总额为1,018.25亿港元,同比增长17.45%;贷款与存款比例为67.95%,减值贷款比率和未履行贷款比率均为0.35%,一级资本比率为15.49%,普通股权一级资本比率为13.44%。

融资租赁业务由越秀租赁负责运营,截至2018年末,越秀租赁注册资本为81.44亿港元,总资产为378.19亿元,所有者权益合计为84.84亿元,资产负债率为77.57%。截至2018年末,应收融资租赁款净值350.89亿元,占总资产的比例为92.78%。2018年,越秀租赁实现营业收入20.00亿元,净利

润 6.22 亿元，分别同比增长 43.63% 和 71.92%。

产业基金由越秀产业基金负责运营，截至 2018 年末，越秀产业基金总资产为 5.85 亿元，净资产为 3.98 亿元。越秀产业基金收入主要来源于管理基金的管理费收入、业绩提成以及自有资金投资的投资收益。2018 年越秀产业基金实现营业收入 2.39 亿元，同比增长 40.45%；实现净利润 1.31 亿元，同比增长 30.48%。目前越秀产业基金收入主要来源于管理费收入，随着退出项目的增加，越秀产业基金确认的投资收益有望逐步增加。

除上述业务外，2016 年公司获准牵头设立广东省第二家地方资产管理公司广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”），初始注册资本为 30 亿元，越秀金控持股 38%，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。截至 2018 年末，广州资产注册资本为 30 亿元，总资产为 196.22 亿元，所有者权益合计为 34.55 亿元。2018 年，广州资产实现营业收入 7.21 亿元，净利润 2.69 亿元，同比分别增长 920.29% 和 424.78%。2019 年 1 月 10 日，公司与广州资产股东广东省粤科金融集团有限公司（以下简称“粤科金融”）签署了《关于广州资产管理有限公司的一致行动的协议书》，公司与粤科金融将在广州资产股东会、董事会审议相关重大事项时保持一致行动，如无法达成一致，则以公司意见为准；自此，公司拥有对广州资产 58% 的实际表决权，将其纳入合并报表范围。未来随着广州资产业务的不断拓展，收入和利润规模会有所增加，该业务将成为公司金融板块收入的重要补充。

2019 年 2 月，越秀金控与广州越秀企业集团有限公司共同出资设立广州越秀资本投资有限公司（以下简称“越秀金控资本”），注册资本为 50 亿元，

其中越秀金控认缴 30 亿元，持股比例为 60%；广州越秀企业集团有限公司认缴 20 亿元，持股比例为 40%。未来越秀金控资本将作为重要载体，深化与广州资产、越秀产业基金的协同投资，加强与中信证券全面战略协同。

整体来看，在银行、融资租赁和产业基金业务业绩大幅增长带动下，2018 年公司金融业务收入实现了大幅度增长。2019 年以来，公司拟剥离亏损严重的广州证券，同时合并范围内新增了不良资产管理业务，完成了越秀金控资本设立工作。未来，公司金融板块将聚焦粤港澳大湾区，择机并购实现规模扩张，将越秀金控打造成经营驱动、战略协同、区域领先的金融投资集团，其中广州资产、越秀租赁为越秀金控的核心经营产业，为主要的利润稳定器；越秀金控资本、越秀产业基金为越秀金控的资本运营平台，成为公司利润的新增长点。

其他板块

公司其他板块主要包括百货业务、造纸业务、建材业务和发展业务。此外，2018 年，公司收购风行集团 100% 股权，畜牧养殖业、乳制品加工与销售收入、现代服务业收入成为公司收入的又一重要补充。

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 60 万吨和 15 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；同时，公司积极推进新产品纸的产销业务，使得公司造纸业务收入呈上升趋势，2018 年公司实现营业收入 27.49 亿元，同比增长 25.13%。

表 8：2016-2018 年公司造纸业务收入

产品	2016		2017		2018	
	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)
新闻纸	40.37	13.54	33.44	14.02	37.26	19.18
其他	--	6.19	13.88	7.96	12.02	8.31
合计	--	19.73	47.32	21.97	49.28	27.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司建材板块经过优化整合，淘汰低效产能

后，转为与越秀地产协同发展，全年建材配送业务

取得一定发展，但整体经营压力依然较大；公司发展业务系自身较为零散的项目，包括少量大厦物业、香港隧道经营权和外贸业务等。

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

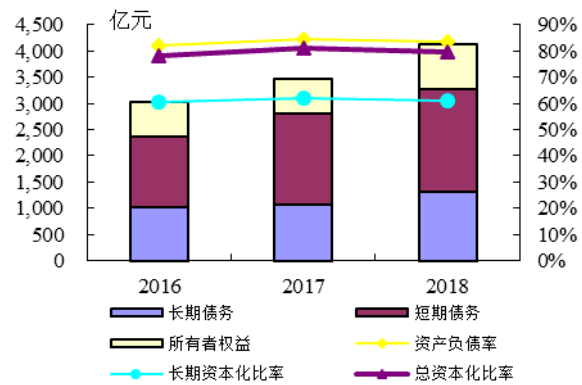
财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2016年、2017年和2018年的审计报告，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。

资本结构

2018年公司主要业务板块经营表现良好，资产规模呈现稳定增长态势，年末资产总额5,181.10亿元，较上年同期增长20.61%；同期末，公司负债合计4,334.15亿元，同比增长19.17%，主要是吸收存款和同业存放、预售房款以及应付债券的增加；自有资本方面，2018年末所有者权益合计846.95亿元，同比增长28.58%，主要是其他权益工具、其他资本公积的增加，其中其他权益工具金额为49.94亿元，包括2018年新增中期票据34.94亿元，公司可选择于2021年及以后期间赎回，2018年新增永续债金额为15亿元，公司可选择于2019年及以后期间赎回，根据上述中期票据、永续债的发行条款，本公司附有按年利率每年派发现金利息的权利，并无偿还本金或支付任何利息的合约义务，公司认为上述中期票据、永续债不符合金融负债的定义，将其放入其他权益工具科目；其他资本公积增加58.96亿元，广州市国资委将风行集团、百越信公司100%股权无偿划转至公司，同时越秀金控发行股份购买广州证券少数股权、创兴银行配售及供股发行股份导致公司其他资本公积增加。财务杠杆方面，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为83.65%和68.11%，较上年分别降低1.01和2.6个百分点。

图 4：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

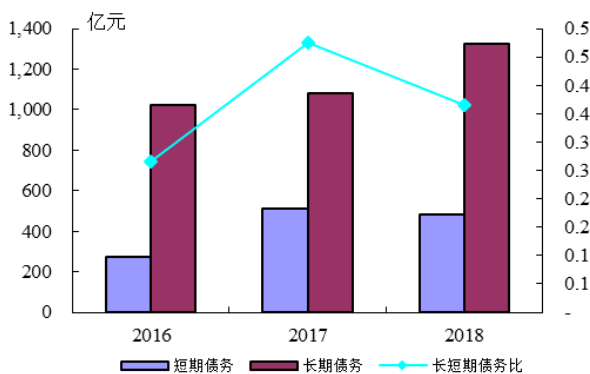
资本结构方面，2018年末公司依然维持了流动资产和非流动资产相当的资产结构，其中流动资产合计2,643.41亿元，同比增长21.78%，占资产总额的51.60%，主要由货币资金和存货构成。2018年公司货币资金为745.51亿元，主要为银行存款，该部分资产的流动性良好，其中因用作担保、质押、保证金而受限的资产为24.68亿元，占同期货币资金比重为3.31%；同期存货余额为1,030.20亿元，同比增长41.42%，主要系公司造纸等实业板块以及房地产业务的土地储备及开发成本增加所致。非流动资产方面，当年末公司非流动资产合计2,507.69亿元，占资产总额的48.40%，其中发放贷款及垫款877.44亿元，较上年末增长22.83%；长期应收款320.05亿元，较上年末增长24.73%，主要是应收融资租赁款增加所致；可供出售金融资产212.21亿元，较上年末减少51.26%，主要是金融资产按照新收入准则重新分类所致；其他债券投资409.00亿元；无形资产193.56亿元，其中公路经营权176.44亿元；长期股权投资183.98亿元。

负债方面，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。2018年末公司流动负债合计2,895.21亿元，占负债总额的66.80%，同比增长17.78%，主要是吸收存款及同业存放1,293.21亿元，较上年增长25.90%；同期，非流动负债合计1,438.94亿元，同比增加22.09%，占总负债的比重为33.20%，其中长期借款636.27亿元，较上年末增长9.86%，应付债券672.29亿元，较上年末增长59.03%，主要用于集团收购项目、地产

板块和金融板块的业务发展。

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。截至 2018 年末公司总债务 1,808.50 亿元，较上年同期增长 13.59%；其中短期债务为 483.77 亿元，同比减少 5.55%，主要是一年内到期的长期借款、应付债券金额减少所致；长期债务为 1,324.73 亿元，同比增加 22.78%，主要包括长期借款和应付债券，其中应付债券金额为 672.29 亿元，较上年增长 59.06%；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.37 倍，较 2017 年的减少 0.1 倍。

图 5：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

到期债务方面，公司 2019 年至 2022 年到期债务余额分别为 483.77 亿元、307.15 亿元、462.18 亿元和 111.82 亿元，2023 年及以后到期债务余额 443.58 亿元，短期偿还压力较大。

表 9：截至 2018 年末公司债务到期分布情况

	单位：亿元				
	2019	2020	2021	2022	2023 及以后
到期债务	483.77	307.15	462.18	111.82	443.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，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。

盈利能力

如前所述，公司营业总收入主要来自于房地产、交通基建、金融以及造纸收入，2018 年公司实现营业总收入 448.21 亿元，较上年增长 20.27%，综合毛利率为 42.62%，较上年提高 2.49 个百分点。

具体分业务板块来看，2018 年公司房地产业务、交通建设业务和造纸业务毛利率较上年均有所提升，其中，受 2018 年公司房地产销售价格较上年增长 13.99% 所致，房地产业务毛利率为 32.87%，较上年提升 4.65 个百分点；造纸收入毛利率为 29.98%，较上年提升 15.77 个百分点，主要是 2018 年产品销售价格增长所致；2018 年公司金融业务毛利率为 83.20%，较上年减少 14.04 个百分点，主要是毛利率较低的期货业务收入占比提升所致。

表 10：2016~2018 年公司收入和毛利率情况

项目名称	单位：亿元、%					
	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产收入	226.13	22.23	242.23	28.22	265.30	32.87
交通基建收入	25.42	68.50	27.32	71.59	28.77	72.74
金融收入	56.77	99.41	52.06	97.24	72.97	83.20
造纸收入	19.73	9.72	21.97	14.21	27.49	29.98
其他收入	13.17	31.92	29.09	27.05	53.67	29.49
合计/综合	341.22	38.17	372.68	40.13	448.21	42.62

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，故与首页及附表列示的营业毛利率不一致。

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，公司合并范围子公司较多，员工工资等费用支出较大，2018 年公司管理费用为 53.94 亿

元，同比增长 9.30%；财务费用方面，公司债务规模持续扩张，利息支出逐年增加，当年财务费用规模为 46.85 亿元，同比增长 27.97%；销售费用主要系

房地产、造纸等板块的销售费用，为14.03亿元，同比增加20.43%；2018年公司期间费用合计116.68亿元，较上年增加19.54%，期间费用收入占比26.03%，较上年下降0.36个百分点，公司期间费用仍大幅吞噬经营所得，费用控制力有待提升。

表 11：2016~2018 年公司期间费用情况

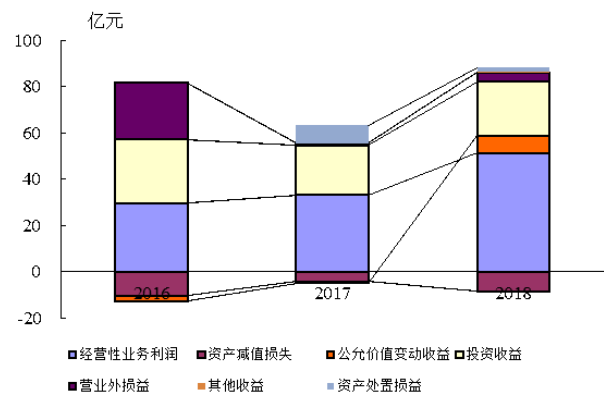
单位：亿元、%

	2016	2017	2018
销售费用	10.01	11.65	14.03
管理费用	46.58	49.35	53.94
财务费用	23.56	36.61	46.85
研发费用	—	0.74	1.86
期间费用合计	80.15	97.61	116.68
营业总收入	341.22	372.68	448.21
期间费用占比	23.49%	26.39%	26.03%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司利润总额为77.97亿元，同比增长33.42%，主要是经营性业务利润增加所致。2018年公司主营业务收入和毛利率均有提升，实现经营性业务利润51.27亿元，同比增长54%。2018年公司投资收益为23.34亿元，较上年增长9.07%，主要系地产公司本年收购的星汇云城（红云）项目及武汉国际金融汇（武汉康景）项目按公允价值重新计量产生的利得增加所致，2018年公司投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益和长期股权处置收益。2018年公司公允价值变动收益扭亏为盈，实现收益7.57亿元，主要是按公允价值计量的投资性房地产公允价值增加所致。2018年公司营业外损益为4.06亿元，较上年增长341.30%，主要是收到中诚广场执行款及终止出售联营公司股权的违约金。2018年公司资产减值损失为8.53亿元，较上年增长99.30%，主要是坏账损失增加和买入返售金融资产的坏账准备增加，其中坏账损失为5.81亿元，较上年增长120.44%，主要是广州证交所投资债券违约、创兴银行客户贷款、资产管理产品违约计提坏账增加。

图 6：2016~2018 年利润总额构成情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，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。

偿债能力

经营性现金流方面，2018年公司房地产业务预收房款316.38亿元，较上年增长79.42%；同时，2018年公司银行业务客户存款和同业存放金额为196.14亿元，较上年增长117.16%，2018年公司经营活动产生的现金流量净额为111.33亿元，同期经营活动净现金流/利息支出为1.59倍，经营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。2018年公司EBITDA因利润总额的增加而大幅增长，为141.18亿元，较上年同期增长37.82%。从EBITDA对债务利息保障程度来看，公司2018年总债务/EBITDA指标为12.81倍，EBITDA利息保障倍数为2.02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 12：2016~2018 年公司主要偿债能力指标

项目	2016	2017	2018
EBITDA	107.33	102.44	141.18
经营活动净现金流	-33.14	-7.61	111.33
短期债务	271.31	512.19	483.77
长期债务	1,021.67	1,079.87	1324.73
总债务	1,292.98	1,592.06	1,808.50
经营净现金流/总债务 (X)	-0.03	0.00	0.06
经营净现金流/利息支出 (X)	-0.74	-0.16	1.59
总债务/EBITDA (X)	12.05	15.54	12.81
EBITDA 利息倍数 (X)	2.41	2.09	2.02

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为 7,488.24 亿元，其中尚未使用额度为 5,461.44 亿元，流动性充足。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 95.22 亿元，占净资产的比重为 11.24%，主要系对关联企业中耀实业投资有限公司、佛山市南海区越汇房地产开发有限公司、广州宏耀房地产开发有限公司等提供的担保，被担保方均为国有控股企业。

受限资产方面，公司因质押而受限资产主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、土地使用权、可供出售金融资产、存货以及长期应收款等，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计为 836.53 亿元，占总资产的比重为 16.15%。

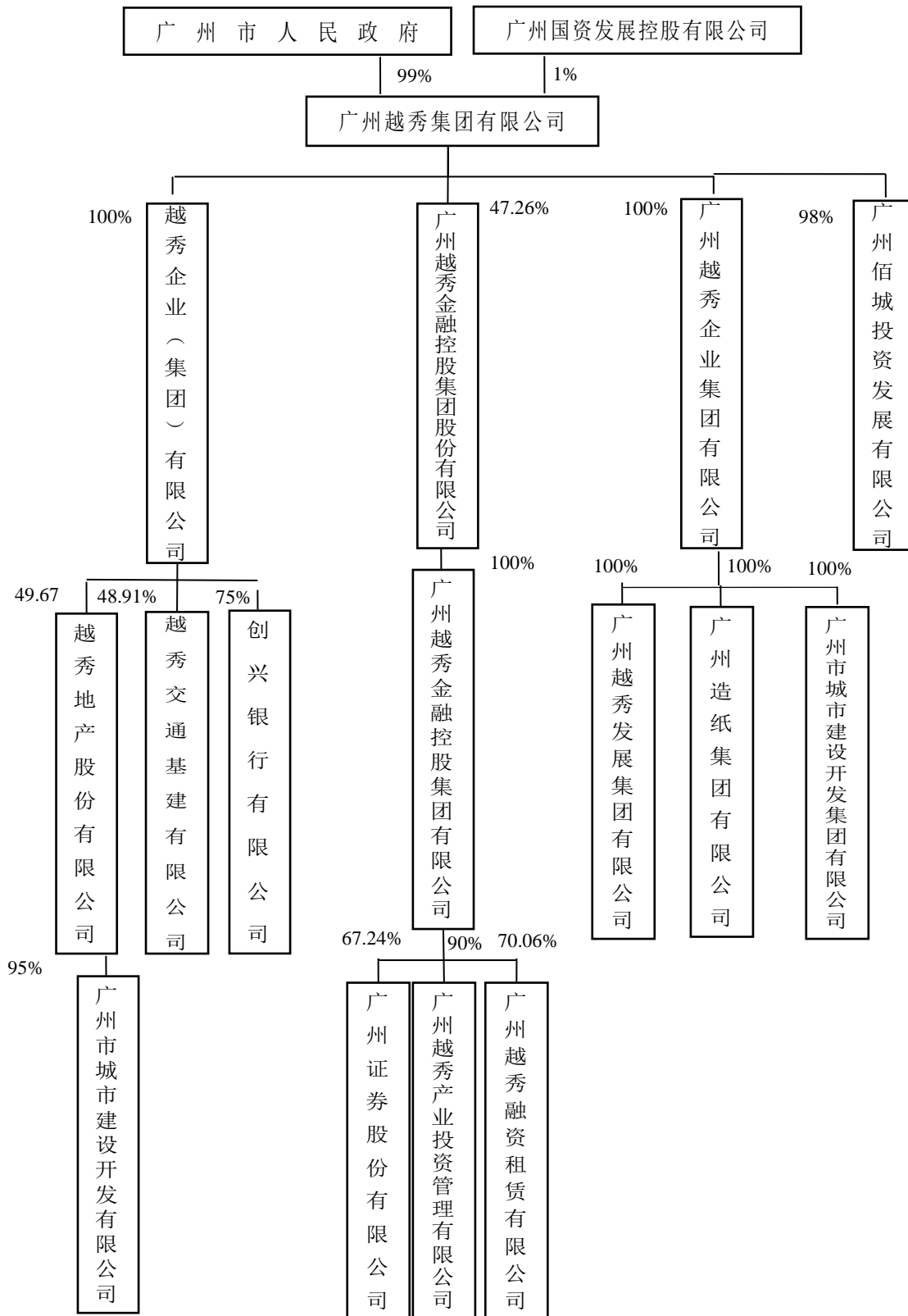
重大未决诉讼或仲裁方面，2018 年末，子公司广州证券作为吉林粮食集团收储经销有限公司非公开发行 2014 年中小企业私募债券承销商及服务推荐人，安信证及东北证券认为 14 吉粮债《募集说明书》、《非公开转让告知书》存在虚假陈述、误导性陈述和重大遗漏，给安信证券及东北证券造成损失 1.32 亿元，广州证券对此承担连带责任，目前案件尚未审结，2018 年末公司按照 20% 比例计提预计负债 0.26 亿元。

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

结 论

综上，中诚信证评维持广州越秀集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券（第一期）”和“广州越秀集团有限公司 2016 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AAA**。

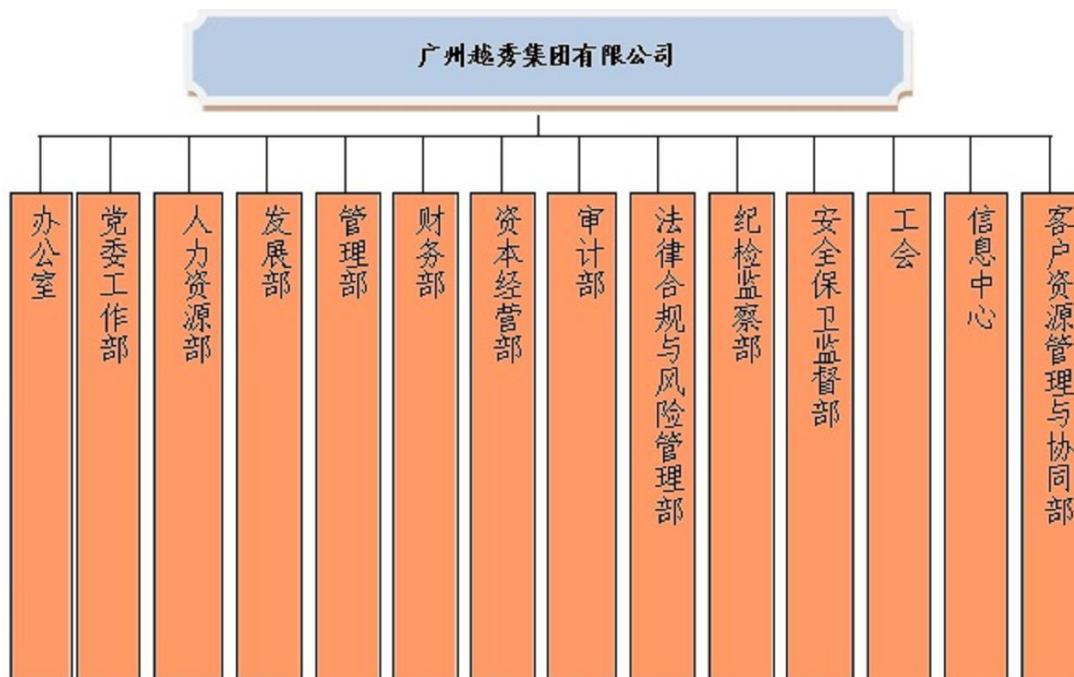
附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



注：股权结构图主要披露集团下属重要子公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：广州越秀集团有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：广州越秀集团有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	6,792,824.48	6,137,050.96	7,455,068.31
应收账款净额	112,266.64	78,950.82	126,620.97
存货净额	7,235,631.41	7,284,921.78	10,301,971.24
流动资产	18,825,769.85	21,953,421.50	26,734,056.46
长期投资	5,648,262.33	6,470,897.21	8,299,573.37
固定资产合计	2,487,731.70	2,433,714.88	2,392,778.49
总资产	37,394,971.88	42,956,411.59	51,811,002.47
短期债务	2,713,124.60	5,121,941.72	4,837,717.68
长期债务	10,216,720.29	10,798,661.04	13,247,327.24
总债务（短期债务+长期债务）	12,929,844.90	15,920,602.76	18,085,044.92
总负债	30,740,134.21	36,369,387.72	43,341,531.25
所有者权益（含少数股东权益）	6,654,837.67	6,587,023.86	8,469,471.22
营业总收入	3,412,214.19	3,726,759.01	4,482,086.24
期间费用前利润	1,098,694.70	1,309,001.51	1,660,934.56
投资收益	274,274.55	214,043.39	233,358.75
净利润	426,284.02	384,262.83	498,531.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,073,297.48	1,024,432.83	1,411,822.82
经营活动产生现金净流量	-331,390.34	-76,117.08	1,113,302.60
投资活动产生现金净流量	1,993,515.81	-2,063,969.70	-1,764,495.24
筹资活动产生现金净流量	-565,817.68	1,741,184.69	2,119,273.98
现金及现金等价物净增加额	1,097,757.97	-383,016.99	1,438,506.30
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	29.89	40.16	36.53
所有者权益收益率（%）	6.41	5.83	5.89
EBITDA/营业总收入（%）	31.45	27.49	31.50
速动比率（X）	0.59	0.60	0.57
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	0.00	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.12	-0.01	0.23
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.74	-0.16	1.59
EBITDA 利息倍数（X）	2.41	2.09	2.02
总债务/EBITDA（X）	12.05	15.54	12.81
资产负债率（%）	82.20	84.67	83.65
总资本化比率（%）	66.02	70.73	68.11
长期资本化比率（%）	60.56	62.11	61.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、公司其他流动负债、其他应付款、长期应付款中均包含有息债务，故将其分别调整至短期借款和长期借款计算相关指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。