

广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司 债券(第一期、第二期、第三期)跟踪评级报告(2020)

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 18 日

声 明

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

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

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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.ccxi.com.cn）公开披露。

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

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0880 号

广州市城市建设开发有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 穗建 02”、“16 穗建 03”、“16 穗建 04”、“16 穗建 05”、“16 穗建 06”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持广州市城市建设开发有限公司（以下简称“广州城建”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16穗建 02”、“16穗建 03”、“16穗建 04”、“16穗建 05”、“16穗建 06”的信用等级为 **AAA**，该债项级别考虑了越秀集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保对上述债项偿付的保障作用。中诚信国际肯定了广州城建股东背景实力很强，其充足且布局合理的土地储备资源和稳健的财务结构等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信国际关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧以及广州城建未来面临一定的资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

概况数据

广州城建	2017	2018	2019	
总资产（亿元）	1,261.54	1,536.38	2,160.87	
所有者权益（亿元）	444.47	517.21	595.11	
总负债（亿元）	817.06	1,019.16	1,565.76	
总债务（亿元）	321.46	377.61	522.56	
营业总收入（亿元）	236.07	212.83	369.85	
净利润（亿元）	33.53	41.60	58.34	
EBITDA（亿元）	51.40	63.57	82.40	
营业毛利率（%）	32.21	37.81	35.39	
净资产收益率（%）	7.78	8.65	10.49	
净负债率（%）	29.97	26.79	43.85	
总债务/EBITDA (X)	6.25	5.94	6.34	
EBITDA 利息倍数 (X)	3.41	3.42	3.14	
越秀集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	4,295.64	5,174.61	6,320.97	6,452.40
所有者权益合计（亿元）	658.70	840.84	1,114.79	1,168.90
总债务（亿元）	1,592.06	1,909.96	2,346.72	2,379.72
营业总收入（亿元）	372.68	448.21	586.01	94.66
净利润（亿元）	38.43	49.85	75.24	37.94
EBITDA（亿元）	102.44	141.18	179.75	--
经营活动净现金流（亿元）	-7.61	111.33	262.43	-100.20
资产负债率(%)	84.67	83.75	82.36	81.88

注：1、中诚信国际根据广州城建和越秀集团 2017 年~2019 年审计报告整理；
 2、广州城建短期债务中应付票据均为无息，故不计入短期债务；2017~2019 年末将广州城建其他应付款中有息部分调整至短期债务、其他非流动负债中有息部分调整至长期债务计算相关指标。

正面

■ **广州城建股东背景实力很强。**广州城建间接控股股东越秀集团系广州市国资委控股子公司，旗下拥有多家上市公司，整体具备很强的综合实力。广州城建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。

■ **广州城建项目储备充足且布局合理。**广州城建房地产业务以广州地区为核心，并稳步拓展至珠三角、长三角、环渤海、中部等地区，积累了丰富且优质的项目储备资源，区域布局亦更趋均衡。截至 2019 年末，广州城建土地储备面积合计 1,477.33 万平方米，项目储备充足且布局合理，可对其未来发展形成有力支撑。

■ **广州城建财务结构稳健。**得益于广州城建审慎的财务管控政策，其资产负债率和净负债率均维持在稳健水平。同时，广州城建年末手持货币资金规模充裕，对其短期债务偿还形成较好保障。

■ **越秀集团提供保证担保。**越秀集团系国有控股企业，广州市人民政府为越秀集团控股股东和实际控制人，其授权广州市国资委履行出资人职责，是广州市最大的国有企业集团之一。越秀集团多元化经营情况良好，资产规模和营收规模保持增长，且具备很强的盈利能力和偿债能力，整体抗风险能力极强。

关注

■ **房地产调控政策持续且行业竞争加剧。**在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，房地产政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **业务发展带来的资本支出压力。**随着公司较大规模的在建及储备项目的持续推进及未来新增土地储备需求，公司未来资金需求上升，或将给其带来一定的资本支出压力。

评级展望

中诚信国际认为，广州市城市建设开发有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**签约销售金额大幅下降、杠杆比例大幅上升、盈利能力显著恶化、流动性指标显著弱化。

同行业比较

2019 年部分房地产企业主要指标对比表

公司名称	签约销售金额 (亿元)	资产总额 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/ 短期债务(X)	总债务/销售商 品提供劳务收到 的现金(X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转 率(X)
越秀地产	721	2,346.97	73.98	4.23	-	383.39	12.34	0.22
华发股份	923	2,341.11	184.44	0.59	2.00	331.49	10.00	0.16
首创置业	808	1,852.69	160.96	1.13	3.59	207.86	12.36	0.17
广州城建	450	2,160.87	43.85	1.89	1.21	369.85	15.77	0.24

注：1、“越秀地产”为“越秀地产股份有限公司”简称；“华发股份”为“珠海华发实业股份有限公司”简称；“首创置业”为“首创置业股份有限公司”简称；

2、广州城建签约销售金额为并表项目口径，华发股份、首创置业及越秀地产的签约销售金额为全口径。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券列表

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期
16 穗建 02	AAA	AAA	20	20	2016/7/31~2021/7/31
16 穗建 03	AAA	AAA	25	25	2016/8/29~2022/8/29
16 穗建 04	AAA	AAA	5	5	2016/8/29~2021/8/29
16 穗建 05	AAA	AAA	15	15	2016/9/26~2021/9/26
16 穗建 06	AAA	AAA	5	5	2016/9/26~2023/9/26

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称为“16 穗建 02”、债券代码为“FII136601”）于 2016 年 7 月 31 日发行，发行规模为 20 亿元，发行票面利率为 3.00%，发行期限为 3+2 年期，2019 年 7 月 31 日“16 穗建 02”进入回售期，票面利率增至 3.75%，债券余额不变。截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）（品种一）和广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）（品种二）（债券简称分别为“16 穗建 03”、“16 穗建 04”，债券代码分别为“FII136678”、“SH136579”）均于 2016 年 8 月 29 日发行，发行规模分别为 25 亿元和 5 亿元，发行票面利率分别为 2.97% 和 3.19%，发行期限分别为 3+3 年期和 5 年期。其中，2019 年 8 月 29 日“16 穗建 03”进入回售期，票面利率增至 3.80%，债券余额不变。截至 2019 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第三期）（品种一）和广州市城市建设开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第三期）（品种二）（债券简称分别为“16 穗建 05”、“16 穗建 06”，债券代码分别为“FII136732”、“SH136733”）均于 2016 年 9 月 26 日发行，发行规模分别为 15 亿元和 5 亿元，发行票面利率分别为 2.95% 和 3.15%，发行期限分别为 3+2 年期和 5+2 年期。其中，2019 年 9 月 26 日“16 穗建 05”进入回售期，票面利率增至 3.60%，债券余额不变。截

至 2019 年 12 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

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

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

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出

加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

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

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫

情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

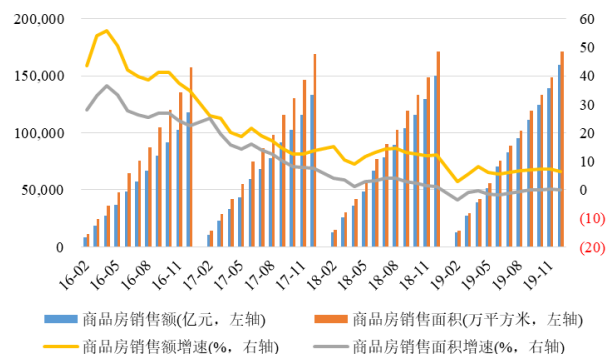
近期关注

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

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

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

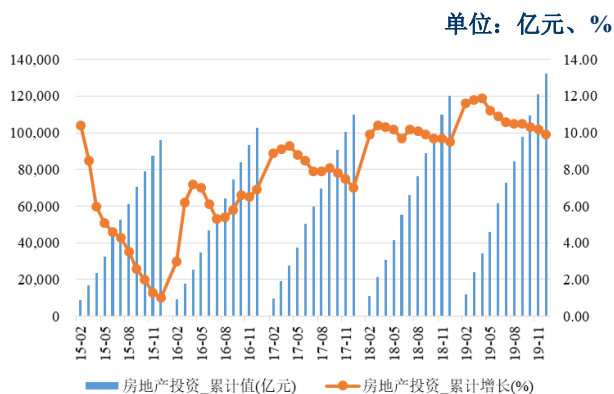
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

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

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

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

图2：近年来全国房地产开发投资情况

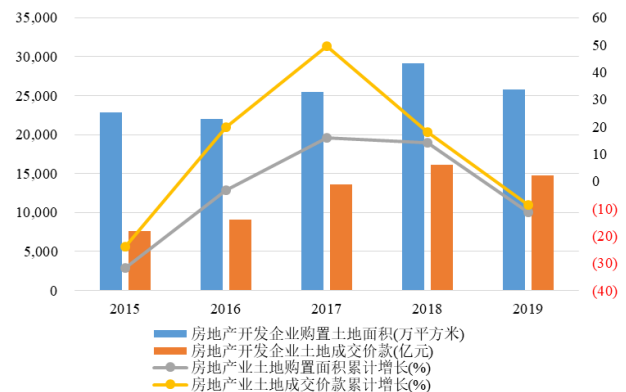


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分

¹ 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP4~10、TOP11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP31~50和TOP51~100房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。

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

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

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预

售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

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

2019 年公司股东越秀地产引入广州地铁作为战略投资者，增强了公司获取轨交物业资源的能力和优势

2019年2月27日，公司股东越秀地产与广州地铁集团有限公司(以下简称“广州地铁”)之子公司广州地铁投融资(香港)有限公司(以下简称“广州地铁投融资”)订立有条件认购协议(以下简称“认购协议”)。据此，广州地铁投融资按每股2.00港元的认购价认购3,080,973,807股的股份，总对价约为61.62亿港元(约相当于人民币52.76亿元)，发行股份当日越秀地产被收购的股份的公允价值约为49.84亿元，低于认购对价约2.92亿元。与此同时，公司分别与越秀集团、越秀集团之子公司东纬有限公司(以下简称“东纬公司”)及广州地铁订立一组收购协议(以下简称“收购协议”)，据此，公司同意直接或间接收购广州品秀合计86%的股权，并同意接受越秀集团及广州地铁的股东借款的转让。完成上述认购协议为该收购协议的前提条件。2019年2月，越秀地产向广州地铁下属全资子公司配发股份，至此广州地铁持有越秀地产19.90%的股份，成为越秀地产第二大股东，并委任一名董事，广州地铁的入股有助于公司“轨交+物业”战略的实施。

2019年4月11日，公司取得广州品秀的控制权。因此，广州品秀成为公司的非全资子公司。截至2019年末，公司收购三个地铁房地产项目，包括品秀星图、品秀星樾和品秀星瀚。上述项目总投资455亿元，已投资318亿元，已销售60亿元。

公司加大项目开发力度，在以广州区域为核心的同时向华东区域等地区积极拓展，签约销售金额持续增长

从项目签约销售情况来看，受益于良好的区域

布局和推盘力度的加大，公司签约销售金额同比增长 24.43%。从销售区域分布来看，2019 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 79.60%。

表 2：近年来公司地产销售情况（万平方米、亿元）

区域	2017		2018		2019	
	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）	43.22	102.90	62.36	171.15	83.95	228.82
湾西区域	49.13	49.95	32.65	34.05	25.79	37.77
华中区域	7.22	12.10	26.80	37.86	14.35	14.90
华东区域	40.17	70.19	42.06	80.87	62.74	129.28
北方区域	36.20	32.70	33.51	37.65	22.98	39.13
合计	175.94	267.84	197.38	361.58	209.79	449.90

注：湾中区域包括广州，湾东区域包括广州南沙区，轨交包括广州地铁合作项目，湾西区域包括中山、江门、佛山、南海，华中区域包括武汉、长沙、郑州、襄阳，华东区域包括武汉、长沙、郑州、襄阳，北方区域包括青岛、烟台、沈阳。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目结转情况来看，2019 年湾中（49.71%）、湾东（19.18%）和湾西（8.59%）结转金额合计占比为 77.48%，此外，华东区域的结转金额占比为 17.31%，华中区域和北方区域结转金额占比分别为 2.33% 和 2.88%。

项目开发方面，公司加快开发节奏，新开工面积及竣工面积同比大幅度提升 91.77% 和 47.77%。

表 3：近年来公司房地产项目运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2017	2018	2019
新开工面积	179.63	200.84	385.15
竣工面积	181.74	181.10	267.62
签约销售面积	175.94	197.38	209.79
签约销售金额	267.84	361.58	449.90
签约销售均价	15,223.37	18,318.98	21,445.25
结算面积	185.55	152.82	158.07
结算金额	217.94	193.31	337.99

注：上述指标均为并表口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司加大土地储备获取力度，充足且区域布局趋于分散的土储可为其未来的持续经营提供了强有力的支撑

新增土地储备方面，随着公司在全国范围内业

务布局的推进，公司土地储备逐步延伸至珠三角、环渤海、长三角和中部等区域，土地储备资源丰富且布局趋于优化。同时，公司采取审慎的土地扩充计划，近年来择机选择性收购土地，同时应发展需要及市场需求，优化现有土地储备中的产品组合。具体来看，2019 年，公司加大拿地力度，当期新拓展项目主要分布在广州、杭州、深圳、武汉和成都等城市。

表 4：近年来公司主要土地储备情况（万平方米、亿元）

指标	2017	2018	2019
新拓展项目（个）	9	4	16
新增土地储备面积	135.32	82.46	559.81
期末土地储备总面积	995.11	1,013.06	1,477.33
当年拿地支出金额	44.97	64.94	345.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司土地储备面积²合计 1,477.33 万平方米，按其销售规模测算，公司土地储备充足，可为其未来业绩发展提供保障。从土地储备区域分布来看，湾中区域（含湾东区域和轨交）、华东区域占和华中区域比分别为 54.80%、18.52% 和 9.99%，公司土地储备在全国各主要板块均有布局。整体来看，公司土地储备充足且区域布局趋于分散。

² 项目储备口径为在建未售面积和待开发面积。

表 5：截至 2019 年末土地储备情况（个、万平方米）

区域	数量	宗地面积	总建筑面积
湾中区域（含湾东区域和轨交）	19	177.23	809.62
湾西区域	4	17.65	107.98
华中区域	8	31.34	147.61
华东区域	8	92.43	273.54
北方区域	2	57.29	64.17
其他地区	2	59.02	74.42
合计	43	434.96	1,477.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物业管理及物业租赁等业务收入规模较小，但公司持有的物业所处地段较好，租金收入稳定，可为公司稳定现金流来源的提供补充支持

公司主要通过旗下广州市城建开发物业有限公司、广州越秀城建仲量联行物业服务有限公司等子公司对自主开发楼盘已开发项目进行物业管理和物业出租。公司物业管理收入包括物业管理费、车场服务费及增值服务等，公司物业管理业务收入规模持续增长，2019 年同比增长 9.45%。

公司持有的投资性物业主要业态类型为写字楼和商业用房。从具体投资性物业项目来看，公司租金收入贡献较大来源主要系广州越秀金融大厦、寺右新马路南二街等停车场、南海星汇云锦及悦汇天地、广州广源文化中心等取得的收入。2019 年公司租金收入小幅下滑，为其提供了较为稳定的现金流来源。

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）

经营性物业项目	2017	2018	2019
广州越秀金融大厦	25,001	33,169	33,202
寺右新马路南二街等停车场	3,964	3,560	2,440
南海星汇云锦及悦汇天地	1,517	2,928	3,620
白马大厦停车场	3,308	1,585	1,297
广源文化中心	1,616	1,504	1,905
体育东路 16,18,20,22 号首层等商铺	1,228	1,367	1,440
国际羽毛球培训中心	785	854	738
二沙 11 区	587	616	716
城总大厦	405	422	426

天河南住 4 区综合服务楼	261	279	289
天晖阁停车场	227	222	198
财富天地广场	184	29	-
中山红星美凯龙商场	-	-	-
其他零星物业	6,590	4,456	4,535
合计	45,673	50,991	50,806

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的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 2017~2019 年度审计报告。其中，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为审计报告期末数。以下财务数据均为合并报表口径。

跟踪期内公司营业毛利率有所下滑，但仍处于良好水平，期间费用控制能力较好；同时，投资收益对公司利润形成有益补充，整体盈利能力仍处于良好水平

2019 年公司收入占比最大的房地产销售毛利率同比下降 2.78 个百分点，但仍处于较高水平。得益于公司良好的销售业绩，2019 年末公司预收款项 385.34 亿元，占当年营业收入的比重为 104.19%，待结算资源较为丰富。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2017	2018	2019
房屋销售	33.10	38.66	35.88
租金收入	70.05	89.72	80.66
物业管理收入	3.68	4.86	17.31
其他收入	6.59	12.39	22.43
合计	32.21	37.81	35.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于签约销售金额的提升，公司销售费用和管理费用同比分别增长 52.51% 和 14.47%；2019 年公司利息资本化处理增多，财务费用同比下降 23.29%；得益于营业总收入提升，公司整体期间费用把控能力较好。

公司初始获利空间及期间费用控制能力有所

提升，2019 年经营性业务利润同比增长 55.14%。由于采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动，公允价值变动收益同比下降 93.51%；投资收益同比提升 8.56%，主要系视为处置联合营企业的收益增加所致；资产减值损失系公司计提的存货跌价损失，2019 年同比增长 110.06% 至 1.80 亿元。从盈利指标来看，公司 EBITDA 利润率和净利润率同比分别下降 7.59 个百分点和 3.77 个百分点，净资产收益率同比增长 1.83 个百分点，整体保持在良好水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	6.11	6.65	10.15
管理费用	8.07	8.45	9.67
财务费用	2.71	4.82	3.70
期间费用合计	16.89	19.92	23.51
期间费用率（%）	7.16	9.36	6.36
经营性业务利润	41.89	42.17	65.42
资产减值损失	3.19	0.86	1.80
公允价值变动收益	-1.86	2.98	0.19
投资收益	6.97	11.56	12.55
营业外损益	0.02	-0.07	0.87
利润总额	44.80	55.79	77.25
净利润率（%）	14.20	19.55	15.77
EBITDA 利润率（%）	21.77	29.87	22.28
净资产收益率（%）	7.78	8.65	10.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产及负债规模保持较快增长，财务杠杆水平有所上升，但整体仍处于较低水平

随着在建项目的推进，以及新增土地储备的获取，公司资产总额同比大幅提升 40.65%。具体来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。其中，货币资金主要为银行存款，受益于良好的销售业绩，公司货币资金同比增长 9.44%；其他应收款主要系应收关联方往来款，2019 年末同比下降 17.41%；随着土地获取及项目开发的投入，公司存货余额同比大幅增长 100.37%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产构成。其中，随着联合营项目的增多，公司长期股权投资同比增加 0.74%；投资性房地产以公允价值计量，其中 2019 年公司处置子公司导致投资性房地产同比下降

15.07%。

公司负债总额同比增长 53.63%，主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。其中，应付账款为应付工程款、材料款及其他款项构成，2019 年末同比上升 39.37%；预收账款主要为预收购房款，随着公司签约销售金额的增长同比上升 32.91%；其他应付款同比大幅度提升 99.36%，主要系随着公司业务规模的扩张，应付关联方往来款、委托借款、应付少数股东及其关联方往来款等大幅增长所致。有息债务方面，随着业务规模的快速扩张，公司对外融资需求亦不断提高，有息债务规模同比增长 42.25%。中诚信国际关注到，公司其他应收款及其他应付款余额维持较高水平，对公司的资金管理提出较高要求。

所有者权益构成方面，公司实收资本及资本公积均保持稳定；得益于公司房地产开发业务很强的盈利能力，其利润积累使得未分配利润同比增长 8.36%；此外，随着合联营项目的增加，公司少数股东权益规模同比上升 78.20%。

财务杠杆方面，受公司业务快速扩张的影响，公司债务规模增长明显，但公司整体财务杠杆仍处于较低水平，2019 年末净负债率同比上升 19.04 个百分点至 43.85%。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	1,261.54	1,536.38	2,160.87
货币资金	188.72	239.05	261.63
其他应收款	241.34	386.41	319.13
存货	533.62	653.05	1,308.49
投资性房地产	122.89	93.03	79.01
总负债	817.06	1,019.16	1,565.76
其他应付款	145.47	161.48	321.93
预收账款	176.14	289.93	385.34
短期债务	39.68	99.61	138.32
长期债务	281.78	267.75	384.24
总债务	321.46	367.37	522.56
实收资本	19.09	19.09	19.09
资本公积	218.84	218.84	215.93
所有者权益	444.47	517.21	595.11
未分配利润	165.37	194.67	210.94
少数股东权益	32.30	75.56	134.65
资产负债率（%）	64.77	66.34	72.46
净负债率（%）	29.86	24.81	43.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，公司资产及存货周转效率仍有待提升

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，公司流动资产规模同比上升 44.12%。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	83.47	88.19	90.37
存货/流动资产	50.67	48.20	67.01
货币资产/流动资产	17.92	17.64	13.40
其他应收款/流动资产	22.92	28.52	16.34
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	91.51	94.36	96.75
已完工开发产品（亿元）	88.83	76.11	118.10
已完工开发产品/存货	16.65	11.65	9.03
在建开发产品（亿元）	444.80	576.94	1,190.38
在建开发产品/存货	83.35	88.35	90.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，2019 年末货币资金中受限货币资金占比为 21.73%。

公司其他应收款主要由应收关联方往来款、应收少数股东往来款构成，其中 2019 年末其他应收款前五大单位分别为武汉康景实业投资有限公司、广州隽景经济信息咨询有限公司、雅康投资有限公司、庆和投资有限公司和顶卓有限公司，均为受同一最终控股公司控制的关联公司，期末余额分别为 49.52 亿元、26.20 亿元、24.72 亿元、23.21 亿元和 21.41 亿元，合计占比为 45.45%。

从存货构成来看，公司存货主要由已完工开发产品、在建开发产品构成，2019 年末已完工开发产品占比有所下降，存货去化情况良好。资产周转效率方面，公司资产规模增长明显，公司资产周转效率有待提升。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.30	0.22	0.24
总资产周转率（次/年）	0.19	0.15	0.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司销售回款逐年上升及较强的盈利能力，公司主要偿债指标表现良好，同时公司货币资金对短期债务的覆盖能力较强

得益于销售业绩的增长和公司回款的严格管控，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅上升 49.15%，由于公司部分土地储备采取收并购方式取得，计入在投资活动现金流出中，故其经营活动净现金流保持较大规模净流入。

随着公司新获取项目力度的加大以及在建项目的持续推进，公司对外融资需求加大，总债务规模同比增长 42.25%。债务结构方面，公司债务主要由银行借款和债券融资构成，2019 年末占比分别为 47.90%和 40.30%。

公司 EBITDA 对债务本息的保障能力处于较好水平。由于公司债务规模增幅较大，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力尚待加强。得益于公司较为充裕的货币资金，货币资金对短期债务的覆盖能力较强。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-1.22	113.40	111.32
销售商品、提供劳务收到的现金	262.97	290.12	432.73
货币资金/短期债务	4.76	2.40	1.89
总债务	321.46	367.37	522.56
短期债务/总债务	12.34	27.12	26.47
总债务/EBITDA	6.25	5.78	6.34
经营活动净现金流/总债务	0.00	0.31	0.21
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.22	1.27	1.21
EBITDA 利息倍数	3.41	3.42	3.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司流动性提供支持

截至 2019 年末，公司共获得多家商业银行授信共计 227.52 亿元，其中已使用授信额度为 61.45 亿元，剩余可使用授信额度为 166.07 亿元，备用流动性较好。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 399.24 亿元，其中 56.85 亿元为受限存款；268.56 亿元为受限的存货；74.49 亿元为受限投资性房地产、在建

工程、土地使用权，受限资产合计占当期末总资产的比例为 18.48%。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司对联营公司、合营公司提供担保余额为 10.07 亿元，占期末净资产的比重为 1.69%，公司对外担保金额较小。

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，截至 2019 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

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获得股东方较大支持

公司的间接控股股东越秀集团是广州国资委下属控股子公司，自 2009 年成立以来持续获得广州市政府在资金注入、优良资产划拨和项目承接等方面的支持。越秀集团旗下众多子公司已实现上市，具体包括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）、越秀房地产投资信托基金（以下简称“越秀房托基金”，股票代码 00405.HK）、广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“越秀金控”）（股票代码 000987.SZ）和创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”，股票代码 01111.HK）。其中，越秀地产是摩根士丹利资本国际中国指数成分股，越秀交通是恒生香港中资企业指数成分股。

广州城建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获得股东方较大支持。2019 年，越秀地产以公司作为主体获取广州品秀 86% 的股权。目前越秀集团还有多宗孵化地块项目包括“轨交+物业”业务、三旧改造项目 and 国企合作项目等将在未来合适时机注入公司。此外，公司可通过借贷、担保等方式获得越秀集团和越秀地产给予的资金支持。

偿债保障措施

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

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

2019 年，越秀地产合理把握开发和销售节奏，并借助其项目资源分布的优势，销售业绩实现较大幅度增长。2019 年及 2020 年 1-3 月公司地产板块分别实现销售收入 384.77 亿元和 56.68 亿元，2019 年同比增长 45.03%。从开发情况来看，2019 年，越秀地产竣工面积 322.80 万平方米，同比增长 24.51%；当年新开工面积 620.78 万平方米，同比增长 2.41%。

表 13：近年来越秀地产房地产业务开发情况（万平方米、元/平方米、亿元）

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

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，越秀地产的房地产开发业务以

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

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

表 14：近年来越秀地产房地产项目结转区域分布（万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

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

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

表 15：近年来越秀地产房地产合同销售情况（万平方米、亿元）

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

资料来源：越秀地产年报，中诚信国际整理

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

表 16：近年来越秀地产房地产项目区域分布（万平方米）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1-3
广州项目在建面积	440.57	614.31	815.39	699.38
广州项目新开工面积	102.60	217.53	297.54	37.49

广州项目竣工面积	51.00	68.79	153.49	3.70
其他地区项目在建面积	693.70	945.81	1,069	918.97
其他地区项目新开工面积	270.11	388.63	323.24	19.28
其他地区项目竣工面积	194.76	190.47	169.31	0

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，越秀地产以招拍挂为主，同时辅以合作开发、兼并收购等其他投资方式，并加大与投资基金和房地产企业合作开发力度。截至2020年3月末，越秀地产土地储备项目79个，建筑面积合计2,415.85万平方米，同比有所增长，其中在建建筑面积1,614.49万平方米。按区域来看，上述土地储备中，广州区域土地储备建筑面积占比为41.89%，珠三角（除广州）占8.38%、长三角占14.58%、中部地区占18.64%、环渤海占11.91%。

表 17：截至 2020 年 3 月末公司主要土地储备情况（个、万平方米）

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

表 18：截至 2019 年末越秀地产收购的地铁房地产项目情况（亿元）

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

成都	2	36.31	36.31	-
合计	79	2,415.85	1,614.49	801.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

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

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

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

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

越秀交通拥有的道路桥梁大部分沿京广铁路沿线布局, 分布于两广、两湖、河南、天津和陕西等区域。截至2019年末, 公司所投资经营的路产里程为836.60公里, 同比增长30.98%, 主要系当年收购了湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速公路项目。其中, 越秀交通拥有控股权的10条道路总收费里程达到535.0公里, 权益里程为456.42公里; 5条合营及联营道路收费里程为301.6公里, 归属越秀交通的权益里程为77.27公里。

表 19: 截至 2019 年末越秀交通投资经营的公路和桥梁情况 (公路、道、个、%、年)

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

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

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

表 20: 近年来越秀交通控股道路收入情况 (亿元)

项目名称	2017	2018	2019
广州北二环高速	11.79	11.61	12.17
广西苍郁高速	0.85	0.78	6.29

天津津雄高速	0.89	0.96	9.27
湖北汉孝高速	1.97	1.70	1.82
湖南长株高速	2.43	2.48	2.50
河南尉许高速	3.27	4.27	4.15
湖北随岳南高速	5.70	6.67	6.88
湖北大广南高速	-	-	5.73
湖北汉蔡高速	-	-	3.16
湖北汉鄂高速	-	-	2.62
合计	26.90	28.47	30.23

注: 上述收入系扣除税项后的数额;

资料来源: 越秀交通定期报告, 中诚信国际整理

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

具体来看，部分高速受分流影响，2019年日均通行费收入有所下降。在控股项目中，2019年广西苍郁高速、湖北汉蔡高速和湖北汉鄂高速的日均通行费收入有所下降，其中广西苍郁高速日均通行费收入同比下降19.4%，主要系梧州环城高速通车以及X184县道完成升级改造分流影响所致；湖北汉蔡高速日均通行费收入同比下降15.8%，主要系2018年京港澳高速武汉长江军山大桥维修实施交通管制致使基数较高所致；湖北汉鄂高速日均通行费收入同比下降14.1%，主要系2018年京港澳高速武汉

长江军山大桥维修实施交通管制致使基数较高所致。此外，联合合营项目中，2019年虎门大桥日均通行费收入同比下降38.0%，主要系南沙大桥建成分流及实行限行措施影响所致。但同时，作为越秀交通通行费主要收入来源的广州北二环高速、湖北随岳南高速和河南尉迟高速经营较为平稳，整体通行费收入较上年小幅增长。

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

表 21：截至 2019 年末越秀交通投资经营的公路和桥梁运营情况（万辆/天、万元/天、元/辆）

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

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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

公司金融板块包括证券、期货、银行、融资租赁和私募股权投资等业务，其中银行业务经营主体为创兴银行，其余均由越秀金控负责。2019年及2020年1-3月，公司金融板块分别实现收入101.85亿元和22.34亿元，2019年同比增长39.59%，金融板块业务发展态势较好。

银行业务方面，2019年创兴银行依然以香港市场为核心经营区域，并不断巩固广州地区市场，收入稳步增长。2019年及2020年1-3月，创新银行分别实现收入40.22亿港元和10.66亿港元，2019年同比增长9.12%。其中，2019年企业及零售银行业务收入30.48亿港元，占比为75.78%，系主要收入来源。目前创新银行在香港设立36间分行，在澳门设立1间分行，在内地设立4间分行及5间支行。2019年创兴银行各项指标保持稳定增长的趋势，截至2019年末，创兴银行资产总额为2,127.68亿港元，同比增长11.64%；银行客户存款总额为1,180.79亿港元，同比增长15.96%；客户贷款总额为1,626.65亿港元，同比增长13.21%；贷款不良率为0.33%，较上年下降0.02个百分点；一级资本比率为14.32%，较上年下降1.17个百分点；普通股一级资本比率为12.28%，较上年下降1.16个百分点。

广州证券是经中国证监会批准设立的综合类证券公司，业务包括证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、自营业务、期货经纪业务、投资咨询业务等。2019年，广州证券实现营业收入40.67亿元，同比增长57.66%，主要系广州期货旗下期货大宗商品交易及风险管理业务规模大幅增长所致。截至2019年末，广州证券总资产299.82亿元，同比下降38.82%，净资产102.80亿元，同比下降4.03%，主要系重组事项影响所致。越秀金控于2018年12月正式启动出售广州证券100%股权的重大资产重组事

项，拟向中信证券出售已处置广州期货99.03%股份和金鹰基金24.01%股权的广州证券100%股份，经评估交易对价为134.60亿元，由中信证券以发行股票的方式支付。截至本报告出具之日，广州证券因本次重组事项涉及的股权过户事宜已履行了相关工商变更登记（备案）及中登过户手续，中信证券就本次重组事项增发的股份已登记完成，至此广州证券重组事项已完成，公司合计持有中信证券6.26%股份。

融资租赁业务由越秀租赁负责运营，截至2019年末，越秀租赁注册资本为81.44亿港元，公司对其持股70.06%；总资产为466.83亿港元，同比增长23.44%；所有者权益合计为87.76亿港元，同比增长3.44%；资产负债率为81.20%，较上年增加3.63个百分点。2019年，越秀租赁实现营业收入27.99亿元，净利润7.85亿元，分别同比增长40.00%和26.16%。2020年1-3月，越秀租赁实现收入8.55亿元。截至2019年末，应收融资租赁款净值440.67亿元，占总资产的比例为94.40%；应收融资租赁款不良率为0.26%，不良应收融资租赁款拨备覆盖率为492.52%。2019年，越秀租赁分别投向民生工程业236.66亿元、水务行业69.65亿元以及商务服务业25.23亿元；业务主要布局于江苏、浙江和广东等地区，其中一二类核心区域投放项目占比达92%。

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

不良资产业务由广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）负责运营，主要业务是进行广东省区域内的金融企业不良资产批量收购处置。

2019年越秀金控收购广东民营投资股份有限公司持有的广州资产20%股权，至此越秀金控对其持股从38%增至58%，并自2019年1月起将广州资产纳入越秀金控合并范围。2019年10月，通过增资，越秀金控对广州资产的持股比例进一步增至64.90%，并完成工商变更登记。截至2019年末，广州资产总资产为299.06亿元，所有者权益合计为56.56亿元，分别同比增长52.41%和63.70%。2019年，广州资产实现营业收入16.18亿元，净利润4.63亿元，同比分别增长124.47%和72.08%，收入主要系不良资产管理业务相关的买卖价差、利息净收入、投资收益等。2019年，广州资产新增不良资产管理规模470亿元，累计收购资产规模1,150亿元，继续保持广东省内不良资产一级市场占有率领先地位；不良资产处置规模369亿元。此外，公司还储备了超过400亿元的债券收购项目，为公司后续发展提供支持。

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

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

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

畜牧养殖业方面，公司目前拥有3家现代化奶牛养殖场、2个生猪养殖场、2个保种育种鸡场及1个蛋鸡场。乳制品加工与销售方面，公司目前加工基地主要包括沙太路生产基地，年加工产能5.1万吨，主要产品包括利乐、巴氏和炼奶等，主要销往广东区域。2019年，公司前五大供应商采购金额合计8.26亿元，占当期采购金额的23.54%；前五大销售客户销售金额合计7.89亿元，占当期销售金额的22.29%。此外，风行集团与贵州省政府签订了战略合作协议，拟投资25亿元在贵州分期建设年出栏200万头生猪的产业基地。

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

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

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

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

表 22：近年来公司造纸业务收入（万吨、亿元）

产品	2017		2018		2019		2020.1-3	
	产量	收入	产量	收入	产量	收入	产量	收入
新闻纸	33.44	14.02	37.26	19.18	31.6	13.98	6.2	2.36

其他	13.88	7.96	12.02	8.31	0.02	0.009	0	0
合计	47.32	21.97	49.28	27.49	31.6	13.98	6.2	2.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2019年，越秀金控将所持广州友谊集团有限公司（以下简称“广州友谊”）100%股权转让予广州百货企业集团有限公司全资子公司广州市广商资本管理有限公司（以下简称“广商资本”），交易对价38.32亿元，并于2019年5月完成上述股权转让事项，至此，公司不再产生百货收入。公司出售广州友谊共计回笼现金38.32亿元，实现投资收益13.47亿元，用于拓展不良资产管理、资本运营和融资租赁等业务。

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2017~2019年的审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，各期财务报表均按照新会计准则编制，且所用数据均为合并口径。2018年财务数据为2019年审计报告的期初数，其余各期财务数据均为财务报表的期末数。

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

公司营业总收入仍然主要来自于房地产和金融，2019年及2020年1-3月公司分别实现营业总收入586.01亿元和94.66亿元，2019年营业总收入较上年增长30.75%；综合毛利率分别为41.70%和34.46%，2019年毛利率较上年下降1.92个百分点。

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

表 23：近年来公司收入和毛利率情况（亿元、%）

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

注：表中综合毛利率使用营业总收入（含利息收入，手续费及佣金收入）计算得出

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019年及2020年1-3月，公司期间费用分别为112.99亿元和20.70亿元，期间费用占比分别为19.28%和21.86%，费用控制有所

增强。公司期间费用主要为管理费用和财务费用。2019年，公司管理费用为58.81亿元，同比增长9.02%；财务费用方面，受益于利息收入增长，当年

财务费用规模下降至 37.01 亿元, 同比下降 21.01%; 销售费用主要系房地产、造纸等板块的销售费用, 为 15.20 亿元, 同比增加 8.34%。

表 24: 近年来公司期间费用情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	11.65	14.03	15.20	2.28
管理费用	49.35	53.94	58.81	10.44
财务费用	36.61	46.85	37.01	7.71
研发费用	0.74	1.86	1.97	0.26
期间费用合计	97.61	116.68	112.99	20.70
营业总收入	372.68	448.21	586.01	94.66
期间费用占比	26.39	26.03	19.28	21.86
经营性业务利润	33.35	49.68	86.14	8.93
利润总额	58.44	77.97	118.29	41.95
其中: 投资收益	21.40	23.33	32.40	34.62

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

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

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

公司主要业务板块经营表现良好, 资产规模呈现稳定增长态势。2019年末及2020年3月末, 资产总额分别为6,320.97亿元和6,452.40亿元, 2019年末同比增长22.15%。公司地产、金融、交通基建等业务资金需求较大, 同时随着各项业务的不断发展, 公司负债规模呈现逐步扩张态势, 同期末, 公司负债总额分别为5,206.18亿元和5,283.50亿元, 2019年末同比增长20.13%。自有资本方面, 2019年末及2020年3月末所有者权益合计分别为1,1147.95亿元和

1,168.90亿元, 2019年末同比增长32.58%, 主要系2019年公司发行100亿元优先股引入工商银行作为公司第二大战略股东及新收购地产项目所致。截至2019年末, 公司所有者权益主要系少数股东权益、未分配利润、其他权益工具等。其中, 少数股东权益为664.14亿元, 同比增长36.76%; 未分配利润为158.50亿元, 同比大幅增长; 其他权益工具为144.90亿元, 同比大幅增长, 主要系2019年新发行100亿元优先股所致。此外, 截至2019年末, 公司资本公积为24.95亿元, 同比大幅下降, 主要系2019年公司实施股份制改制, 资本公积相应减少所致; 实收资本112.69亿元, 系股东注资。

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

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

367.99亿元，同比增长90.12%，其中公路经营区317.31亿元；长期应收款为359.73亿元，同比增长13.57%，主要系融资租赁款。

表 25：近年来公司主要资产情况（亿元）

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

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

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

表 26：近年来公司主要负债情况（亿元）

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

总负债	3,636.94	4,333.78	5,206.18	5,283.50
-----	----------	----------	----------	----------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

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

表 27：截至 2020 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2020.4-12	2021	2022
到期债务	513.85	536.24	510.53

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房地产、金融、交通基建等板块发展态势良好，具备很强的盈利能力，能推动其利润的积累和自有资本实力的增强，并对债务利息的偿付提供良好保障

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

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

表 28：近年来公司主要偿债能力指标（亿元、X）

指标	2017	2018	2019
总债务	1,592.06	1,909.96	2,346.72
EBITDA	102.44	141.18	179.75
总债务/EBITDA	15.54	13.53	13.06
EBITDA 利息倍数	2.09	2.02	2.30

经营活动净现金流	-7.61	111.33	262.43
经营净现金流/总债务	0.00	0.06	0.11
经营净现金流/利息支出	-0.16	1.59	3.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要业务板块经营主体为国内主板或联交所上市公司，股权及债务融资渠道畅通，亦能有效降低公司的偿债风险

财务弹性方面，截至2020年3月末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为3,881,30亿元，其中尚未使用额度为2,779.14亿元，流动性充足。

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

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

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

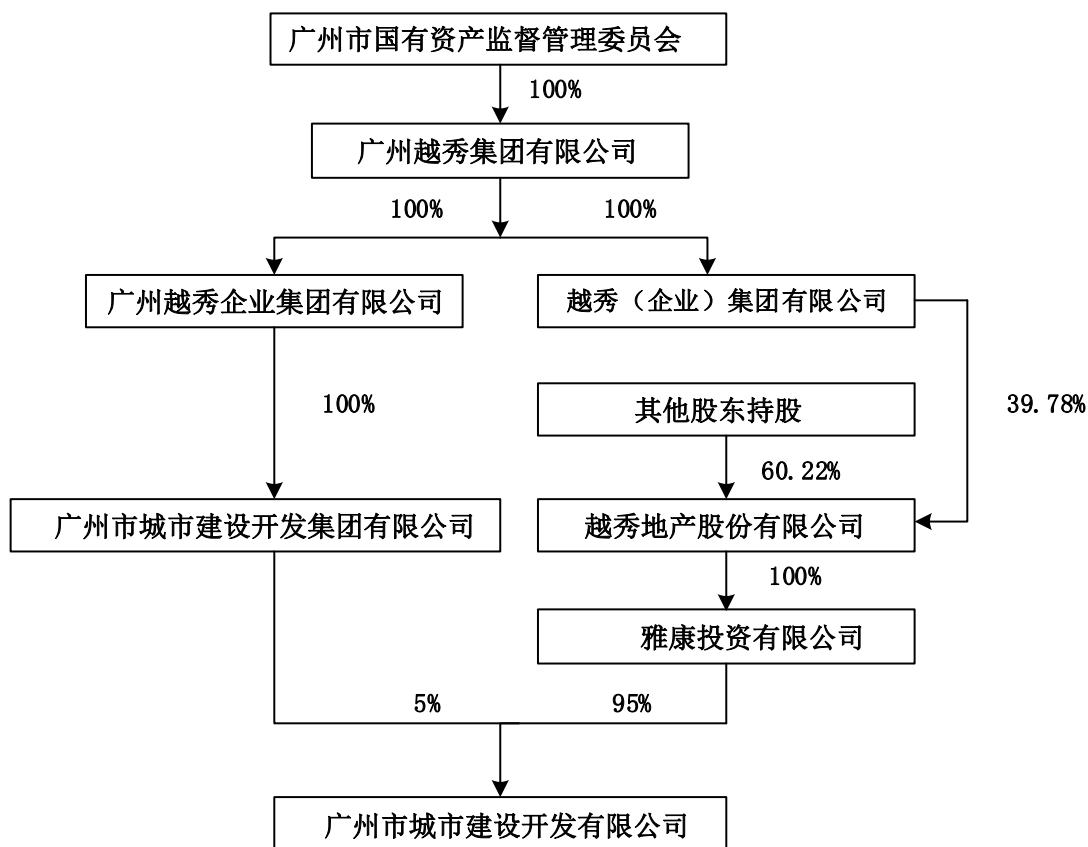
综上，中诚信国际维持广州越秀集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

评级结论

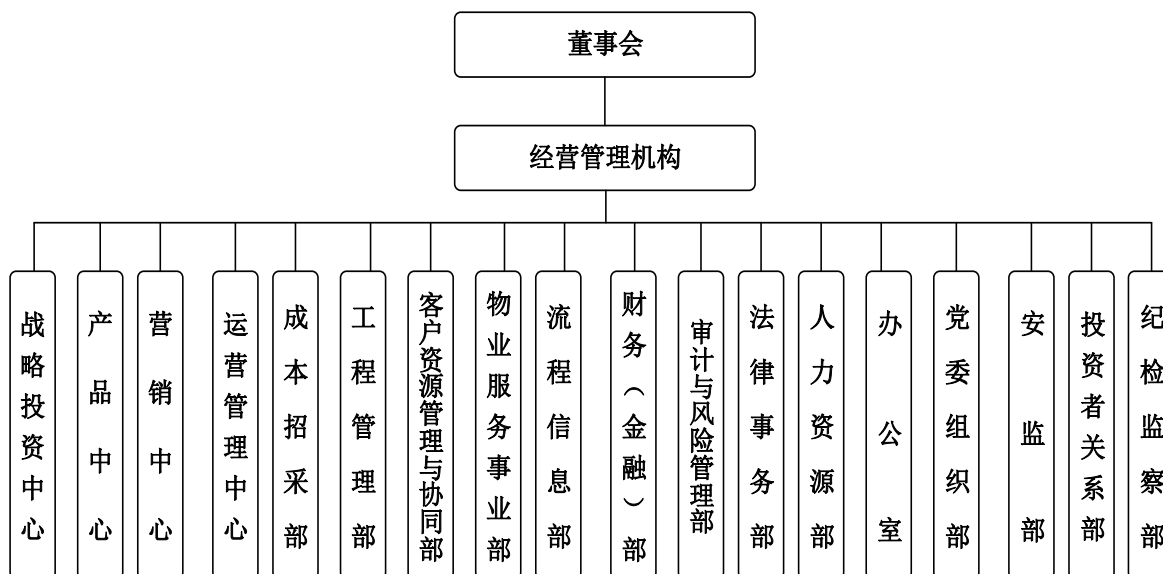
综上所述，中诚信国际维持广州市城市建设开发有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“16穗建02”、“16穗建03”、“16穗建04”、“16穗建05”、“16穗建06”的信用等级为**AAA**。

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 2019 年末)

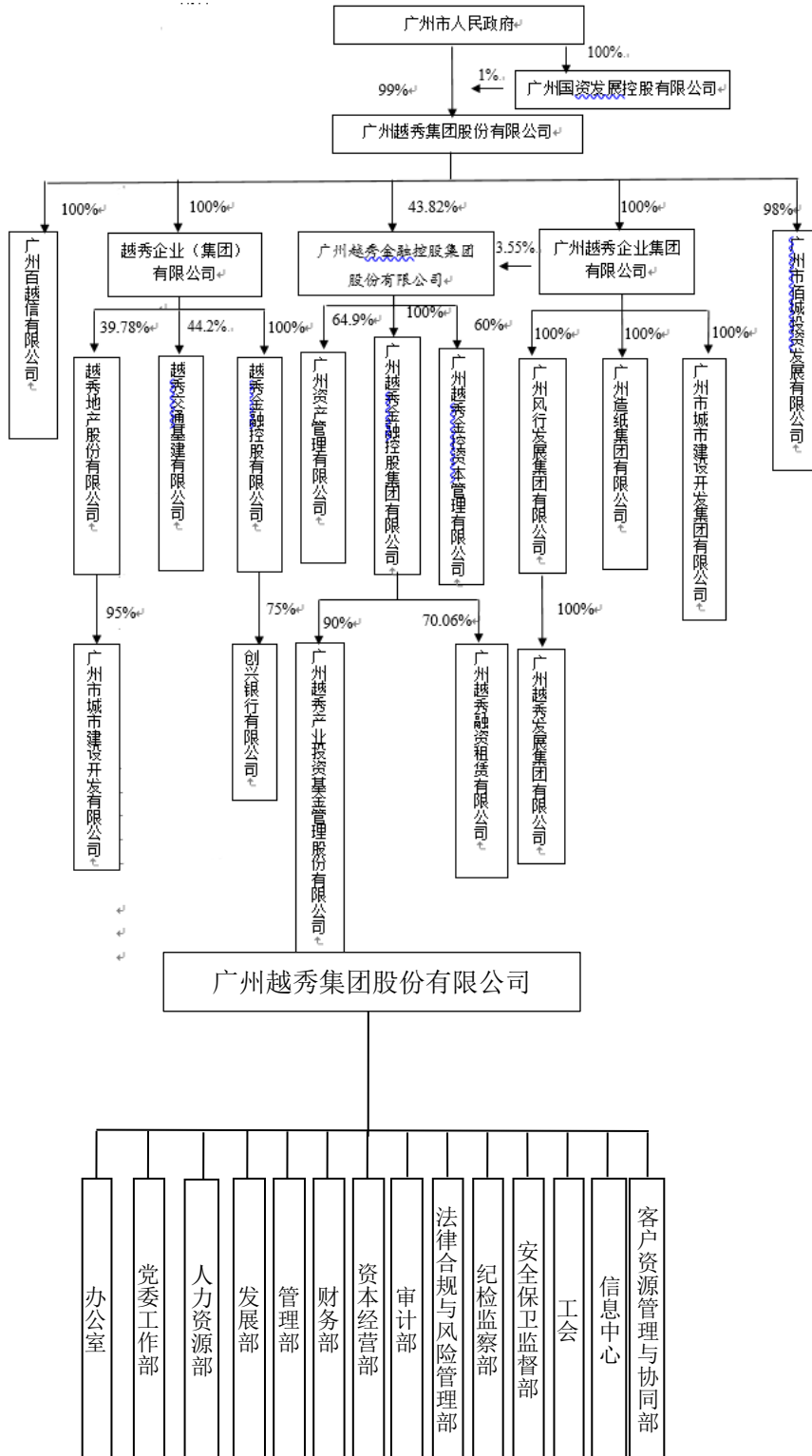
股东持股结构图



组织结构图



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 2020 年 3 月末）



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）	2017	2018	2019
货币资金	1,887,202.48	2,390,547.74	2,616,293.44
其他应收款	2,413,403.86	3,864,078.77	3,191,291.03
存货净额	5,336,236.41	6,530,497.20	13,084,876.04
长期投资	609,205.25	625,714.11	635,875.13
固定资产	65,784.35	113,165.36	114,667.45
在建工程	127,207.93	82,898.92	132,133.35
无形资产	24,412.69	24,760.53	349,866.20
投资性房地产	1,228,873.00	930,339.00	790,145.00
总资产	12,615,387.40	15,363,767.60	21,608,698.32
预收款项	1,761,445.14	2,899,278.43	3,853,442.23
其他应付款	1,454,733.76	1,614,826.62	3,219,314.29
短期债务	401,530.33	1,098,610.50	1,383,199.93
长期债务	2,817,775.85	2,677,534.60	3,842,433.21
总债务	3,219,306.18	3,776,145.10	5,225,633.14
净债务	1,332,103.70	1,385,597.36	2,609,339.69
总负债	8,170,637.55	10,191,632.75	15,657,616.26
费用化利息支出	60,925.85	69,344.21	40,281.19
资本化利息支出	89,959.44	116,536.60	221,787.62
所有者权益合计（含非控股股东权益）	4,444,749.85	5,172,134.86	5,951,082.06
营业总收入	2,360,687.54	2,128,270.40	3,698,499.62
经营性业务利润	418,888.80	421,708.94	654,237.68
投资收益	69,673.15	115,613.08	125,505.96
净利润	335,251.86	415,985.70	583,392.64
EBIT	508,902.81	627,248.11	812,775.13
EBITDA	514,037.50	635,668.60	824,023.09
销售商品、提供劳务收到的现金	2,629,680.59	2,901,180.84	4,327,253.25
经营活动产生现金净流量	-12,224.37	1,133,978.03	1,113,233.42
投资活动产生现金净流量	18,893.87	-726,776.01	-2,533,153.67
筹资活动产生现金净流量	-178,208.92	-64,118.54	1,656,090.61
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	32.21	37.81	35.39
期间费用率（%）	7.16	9.36	6.36
EBITDA 利润率（%）	21.77	29.87	22.28
净利润率（%）	14.20	19.55	15.77
净资产收益率（%）	7.78	8.65	10.49
存货周转率(X)	0.30	0.22	0.24
资产负债率（%）	64.77	66.34	72.46
总资本化比率（%）	42.01	42.20	46.75
净负债率（%）	29.97	26.79	43.85
短期债务/总债务（%）	12.47	29.09	26.47
经营活动净现金流/总债务（X）	0.00	0.30	0.21
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.03	1.03	0.80
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.08	6.10	4.25
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.22	1.30	1.21
总债务/EBITDA（X）	6.26	5.94	6.34
EBITDA/短期债务（X）	1.28	0.58	0.60
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.41	3.42	3.14
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.97	4.00	3.95

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、广州城建短期债务中应付票据均为无息，故不计入短期债务；将其他应付款中有息部分调整至短期债务、其他非流动负债中有息部分调整至长期债务进行相关指标测算；3、将存货中计入非流动资产的部分调入流动资产中进行相应计算分析。

附四：广州越秀集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

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

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

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债 +应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资产化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
盈利能力	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT(息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA(息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
现金流	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
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

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

附六：广州越秀集团股份有限公司基本财务指标的计算公式

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

附七：信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。