

广州市城市建设开发有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 23 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0970 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”、“18 穗建 01”、“18 穗建 02”、“19 穗专 01”、“19 穗建 01”、“19 穗建 02”、“19 穗建 04”、“20 穗建 01”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

二零二一年六月二十三日

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”）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”、“18 穗建 01”、“18 穗建 02”、“19 穗建 01”、“19 穗建 01”、“19 穗建 02”、“19 穗建 04”、“20 穗建 01”的债项信用等级为 **AAA**。上述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。中诚信国际肯定了公司股东背景实力仍很强，项目储备充足且布局合理，财务结构仍较为稳健等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策以及公司业务发展带来的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

广州城建	2018	2019	2020	
总资产(亿元)	1,536.38	2,184.22	2,454.49	
所有者权益(亿元)	517.21	620.14	706.10	
总负债(亿元)	1,019.16	1,564.08	1,748.39	
总债务(亿元)	367.55	522.56	516.94	
营业总收入(亿元)	212.83	369.85	423.27	
净利润(亿元)	41.60	58.27	58.27	
EBITDA(亿元)	63.57	82.34	78.79	
经营活动净现金流(亿元)	113.40	98.98	170.11	
营业毛利率(%)	37.81	35.39	28.11	
净负债率(%)	24.84	41.88	27.98	
总债务/EBITDA(X)	5.78	6.35	6.56	
EBITDA 利息倍数(X)	3.42	3.14	2.83	
越秀集团(合并口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	5,174.61	6,320.97	6,754.61	7,177.11
所有者权益合计(亿元)	840.84	1,114.79	1,290.75	1,338.74
总债务(亿元)	1,840.93	2,293.75	2,542.69	2,846.49
营业总收入(亿元)	448.21	586.01	696.59	137.03
净利润(亿元)	49.85	75.24	109.90	22.35
EBITDA(亿元)	141.18	179.75	208.63	-
经营活动净现金流(亿元)	111.33	262.43	116.74	59.75
资产负债率(%)	83.75	82.36	80.89	81.35

注：1、中诚信国际根据广州城建 2018 年~2020 年审计报告整理，根据越秀集团 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；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；3、中诚信国际分析时将其其他应付款及其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款及其他非流动负债中有息部分纳入长期债务核算。

正面

■ **股东背景实力仍很强。**公司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。公司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。

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	总资产(亿元)	净负债率(%)	货币资金/短期债务(X)	全口径签约销售金额(亿元)	营业总收入(亿元)	净利润率(%)	存货周转率(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
越秀地产*	2,631.96	50.08	2.05	957.6	462.34	10.13	0.22	-
华发股份	3,218.44	166.47	0.94	1,205.00	510.06	8.94	0.21	2.79
首创置业	2,105.50	212.48	1.13	709	212.48	5.99	0.16	3.35
广州城建	2,454.49	27.98	4.32	671.68	423.27	13.77	0.23	0.92

注：1、“越秀地产”为“越秀地产股份有限公司”简称，证券代码 00123.HK；“华发股份”为“珠海华发实业股份有限公司”简称，证券代码 600325；“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；3、带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

■ **项目储备充足且布局合理。**公司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，可对其未来发展形成有力支撑。

■ **财务结构仍较为稳健。**得益于公司审慎的财务管控政策，近年来其资产负债率和净负债率均维持在稳健水平。同时，公司近年年末手持货币资金规模充裕，对其短期债务偿还形成很强的保障。

■ **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。近年来，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

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将将对房地产企业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。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
16 穗建 02	AAA	AAA	2020/6/18	20.00	20.00	2016/7/31~2021/7/31	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
16 穗建 03	AAA	AAA	2020/6/18	25.00	25.00	2016/8/29~2022/8/29	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
16 穗建 04	AAA	AAA	2020/6/18	5.00	5.00	2016/8/29~2021/8/29	无
16 穗建 05	AAA	AAA	2020/6/18	15.00	15.00	2016/9/26~2021/9/26	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
16 穗建 06	AAA	AAA	2020/6/18	5.00	5.00	2016/9/26~2023/9/26	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
18 穗建 01	AAA	AAA	2020/6/18	8.00	8.00	2018/10/22~2021/10/22	无
18 穗建 02	AAA	AAA	2020/6/18	7.00	7.00	2018/10/22~2023/10/22	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
19 穗专 01	AAA	AAA	2020/6/18	15.00	15.00	2019/5/20~2024/5/20	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
19 穗建 01	AAA	AAA	2020/6/18	19.50	19.50	2019/5/28~2022/5/28	无
19 穗建 02	AAA	AAA	2020/6/18	5.50	5.50	2019/5/28~2022/5/28	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
19 穗建 04	AAA	AAA	2020/6/18	15.00	15.00	2019/9/27~2024/9/27	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权
20 穗建 01	AAA	AAA	2020/6/18	15.00	15.00	2020/3/19~2025/3/19	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权

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“136601.SH”）于 2016 年 7 月 31 日发行结束，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，到期日为 2021 年 7 月 31 日。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。

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“136678.SH”、“136679.SH”）均于 2016 年 8 月 29 日发行结束，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+2 年期和 5 年期，到期日为 2021 年 8 月 29 日。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。

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“136732.SH”、“136733.SH”）均于 2016 年 9 月 26 日发行结束，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，到期日分别为 2021 年 9 月 26 日和 2023 年 9 月 26 日。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；“16 穗建 06”回售日为 2021 年 9 月 26 日。

广州市城市建设开发有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）和广州市城市建设开发有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）（债券简称分别为“18 穗建 01”、“18 穗建 02”，债券代码分别为“143854.SH”、“143855.SH”）均于 2018 年 10 月 22 日发行结束，发行规模分别为 8 亿元和 7 亿元，发行票面利率分别为 4.24% 和 4.25%，发行期限分别为 3 年期和 3+2 年期，到期日分别为 2021 年 10 月 22 日和 2023 年 10 月 22 日。其中，“18 穗建 02”回售日为 2021 年 10 月 22 日。

广州市城市建设开发有限公司 2019 年公开发行住房租赁专项公司债券（第一期）品种一（债券简称为“19 穗专 01”、债券代码为“155411.SH”）于 2019 年 5 月 20 日发行结束，发行规模为 15 亿元，发行票面利率为 3.83%，发行期限为 3+2 年期，到期日为 2024 年 5 月 20 日，回售日为 2022 年 5 月 20 日。

广州市城市建设开发有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）品种一和广州市城市建设开发有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）品种二（债券简称分别为“19 穗建 01”、“19 穗建 02”，债券代码分别为“155436.SH”、“155437.SH”）均于 2019 年 5 月 28 日发行结束，发行规模分别为 19.5 亿元和 5.5 亿元，发行票面利率分别为 3.85% 和 3.93%，发行期限分别为 3 年期和 3+2 年期，到期日分别为 2022 年 5 月 28 日和 2024 年 5 月 28 日。其中，“19 穗建 02”回售日为 2022 年 5 月 28 日。

广州市城市建设开发有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）品种二（债券简称为“19 穗建 04”，债券代码为“163304.SH”）于 2019 年 9 月 27 日发行结束，发行规模为 15 亿元，发行票面利率分别为 3.60%，发行期限为 3+2 年期，到期日为 2024 年 9 月 27 日，回售日为 2022 年 9 月 27 日。

广州市城市建设开发有限公司 2020 年面向合

格投资者公开发行人公司债券(第一期)品种一(债券简称为“20穗建01”,债券代码为“163304.SH”)于2020年3月19日发行结束,发行规模为15亿元,发行票面利率分别为3.13%,发行期限分别为3+2年期,到期日为2025年3月19日,回售日为2023年3月19日。

截至本报告出具日,“16穗建02”、“16穗建03”、“16穗建04”、“16穗建05”、“16穗建06”、“18穗建01”、“18穗建02”、“19穗专01”、“19穗建01”、“19穗建02”、“19穗建04”、“20穗建01”均按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2021年一季度,受上年同期低基数影响,GDP同比增速高达18.3%,剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度,或表明经济修复动能边际弱化,后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调,年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看,生产逐步修复至疫情前水平,消费虽有滞后但持续改善,产需修复正向循环叠加输入因素影响下,价格中枢有所抬升。从生产端来看,第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平,特别是工业两年复合增速已略超疫情前,第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离,当季同比增速也低于第二产业,但对经济增长的贡献率回升至50%以上,产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看,一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平,需求修复总体落后于生产,但季调后的投资及社零额环比增速持续回升,内需修复态势不改,3月出口增速虽有回落但仍处高位,短期内中国出口错峰优势仍存,但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看,剔除食品与能源的核心CPI略有上涨,大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势,但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓,全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险:2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存,海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看,消费支出两年复合增速仍低于疫情前,家庭谨慎储蓄水平上升,加之经济修复过程中收入差距或有所扩大,边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看,投资扩张的意愿依然较低,加之大宗商品价格上涨较快,部分下游企业的利润水平或被挤压,经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看,产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失,信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大,同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平,“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放,加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看,美国政府更替不改对华遏制及竞争基调,大国博弈持续,同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡,需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策:2021年政府工作报告再次强调,“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”,政策不会出现急转弯,但如我们之前所预期,随着经济修复,出于防风险的考虑,宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧,但积极力度仍超疫情前,减税降费支持微观主体,财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显;总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧,强调灵活精准、合理适度,在转弯中力求中性,继续强调服务实体经济。值得一提的是,3月15日召开的国务院常务会议明确提出,“要保持宏观杠杆率基本稳定,政府杠杆率要有所降低”,这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后,第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路,显示了中央对地方政府债务风险的高度重视,相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望:即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下,但中国经济总体仍处在

持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

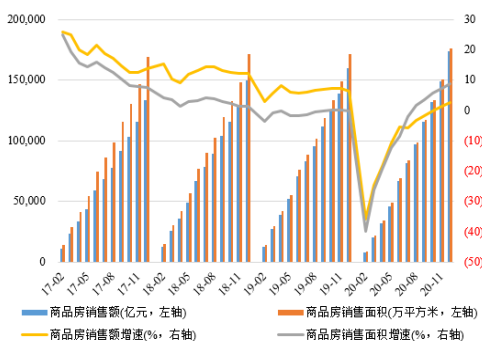
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显

提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

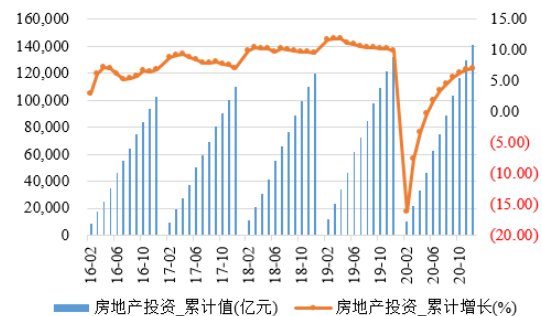
中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020 年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降 1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5 月房地产开发投资额增速出现负增长；6 月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现 7% 增长。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

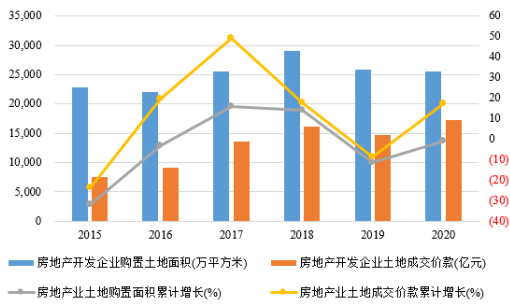


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020 年 1~5 月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4 月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6 月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同

比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将

进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

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，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

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，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

近年来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，签约销售金额和结算金额持续增长

项目开发方面，2020 年受疫情影响，当年公司新开工面积小幅下降。但得益于现有项目的持续推进，当年竣工面积同比增长 24.91%。

从项目签约销售情况来看，2020 年公司加大推盘力度，当年签约销售面积同比增长 17.60%。且得益于公司深耕区域的良好市场表现，2020 年公司签约销售均价持续上升，带动当年签约销售金额同比大幅增长 49.30%。从销售区域分布来看，2020 年广州城建在湾中区域（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 86.76%。

表 2：近年来公司地产销售情况（万平方米、亿元）

区域	2018		2019		2020	
	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）	62.36	171.15	83.95	228.82	119.57	420.40
湾西区域	32.65	34.05	25.79	37.77	17.12	32.04
华中区域	26.80	37.86	14.35	14.90	30.54	34.28
华东区域	42.06	80.87	62.74	129.28	64.96	162.34
北方区域	33.51	37.65	22.98	39.13	11.40	19.86
西南区域	-	-	-	-	3.13	2.77
合计	197.38	361.58	209.79	449.90	246.72	671.68

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目结转情况来看，2020 年公司结转面积及结转金额均保持增长趋势，其中湾中区域（含轨交）、湾东区域和湾西区域结转金额占比分别为 24%、22%和 10%，此外，华东区域、华中区域和北方区域的结转金额占比分别为 30%、6%和 8%。

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	2018	2019	2020
新开工面积	200.84	385.15	371.13
竣工面积	181.10	267.62	334.28
签约销售面积	197.38	209.79	246.72
签约销售金额	361.58	449.90	671.68
签约销售均价	18,318.98	21,445.25	27,225.05

结算面积	152.82	158.07	221.34
结算金额	193.31	337.99	397.51

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

2020 年公司拿地力度较小，期末土储充足且区域布局趋于分散，可为其未来的持续经营提供强有力的支撑

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。2020 年公司调整拿地节奏，当年拿地力度较小，新增项目分别位于广州、太仓、苏州和杭州。

表 4：近年来公司主要土地储备情况（万平方米、亿元）

指标	2018	2019	2020
新拓展项目（个）	4	16	4
新增土地储备面积	82.46	559.81	69.61
期末土地储备总面积	1,013.06	1,477.33	1,228.47
当年拿地支出金额	64.94	345.96	55.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司土地储备面积²合计 1,228.47 万平方米，按其销售规模测算，公司土地储备充足，可为其未来业务发展提供保障。从土地储备区域分布来看，2020 年末湾中区域（含湾东区域和轨交）、华东区域和华中区域土地储备面积占比分别为 56.81%、19.12%和 9.67%，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。

表 5：截至 2020 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	占比
湾中区域(含湾东区域和轨交)	18	122.36	697.87	56.81
湾西区域	3	5.94	59.63	4.85
华中区域	5	30.4	118.82	9.67
华东区域	10	95.29	234.87	19.12
北方区域	2	52.17	42.86	3.49
其他地区	2	59.02	74.42	6.06
合计	40	365.18	1,228.47	100.00

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，2020 年 10 月 1 日起公司不再对经营物业管理业务子公司实施控制

公司主要通过旗下广州市城建开发有限公司、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。2020 年 10 月 1 日起，公司通过终止原一揽子协议以及股权转让的方式，不再对上述经营物业管理业务的子公司实施控制。受此影响，2020 年物业管理业务收入大幅下降，当年实现物业管理业务收入 4.76 亿元，同比下降

47.26%。

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，2020 年公司租金收入贡献较大来源主要为广州越秀金融大厦、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。

表 6：近年来公司主要持有的经营性物业租金收入情况（万元）

投资性物业项目	2018	2019	2020
广州越秀金融大厦	33,169	33,202	33,047
寺右新马路南二街等停车场	3,560	2,440	1,830
南海星汇云锦及悦汇天地	2,928	3,620	--
白马大厦停车场	1,585	1,297	1,027
广源文化中心	1,504	1,905	1,865
体育东路 16,18,20,22 号首层等商铺	1,367	1,440	1,325
国际羽毛球培训中心	854	738	627
二沙 11 区	616	716	614
城总大厦	422	426	333
天河南住 4 区综合服务楼	279	289	368
天晖阁停车场	222	198	41
财富天地广场	29	--	--
其他零星物业	4,456	4,535	5,193
合计	50,991	50,806	46,270

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 2018~2020 年度审计报告。其中，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，2020 年财务数据为审计报告期末数。

2020 年公司营业收入持续增长，但受结转项目土地成本上升的影响，公司营业毛利率有所下滑；此外，公司期间费用控制能力较好，投资收益亦对公司利润形成有益补充，整体盈利能力处于合理水平

得益于项目结转规模的增长，2020 年公司商品房销售收入持续增长，带动当年整体营业收入不断增长。此外，截至 2020 年末，公司预收账款 531.57 亿元，为当年营业收入的 125.59%，待结算资源较

² 项目储备口径为在建未售面积和待开发面积。

为丰富，对其未来短期经营业绩形成较好支撑。毛利率方面，受近年来房屋销售板块所结转项目土地成本上升的影响，2020年公司房屋销售板块毛利率持续下降，带动公司整体毛利率的下降，但仍处于合理水平。

表 7：近年来公司主要板块营业收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
商品房销售	193.31	337.99	397.51
租金收入	5.10	5.08	4.63
物业管理收入	8.25	9.03	4.76
其他业务收入	6.17	17.75	16.37
合计	212.83	369.85	423.27
毛利率	2018	2019	2020
房屋销售	38.66	35.88	28.54
租金收入	89.72	80.66	73.62
物业管理收入	4.86	17.31	3.19
其他收入	12.39	22.43	12.03
合计	37.81	35.19	28.11

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着签约销售业绩的不断提升，2020年公司销售费用呈不断上升趋势；管理费用亦随着公司规模快速增长不断攀升；财务费用方面，由于公司利息资本化比例上升，2020年财务费用大幅减少并呈现负值。2020年，得益于营业总收入提升及财务费用的减少，公司整体期间费用把控能力较强。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2020年，尽管公司营业收入增长，但由于毛利空间收窄，经营性业务利润同比小幅下降2.10%；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，2020年公允价值变动收益大幅增长；投资收益主要包括按权益法享有或分担的被投资单位净损益的份额、往来款利息收入、出售子公司取得的收益和视为处置合营企业的收益，2020年投资收益较去年基本持平；资产减值损失为公司计提的存货跌价损失，2020年公司资产减值损失大幅增长160.64%。

从盈利指标来看，受毛利空间收窄的影响，2020年公司EBITDA利润率、净利润率及净资产收益率均有所下滑，但整体保持在合理水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2018	2019	2020
销售费用	6.65	10.19	13.92
管理费用	8.45	9.68	11.02
财务费用	4.82	3.69	-2.08
期间费用合计	19.92	23.56	22.85
期间费用率	9.36	6.37	5.40
经营性业务利润	42.17	65.36	63.98
资产减值损失	0.86	1.80	4.69
公允价值变动收益	2.98	0.19	5.55
投资收益	11.56	12.55	12.36
营业外损益	-0.07	0.87	-0.16
利润总额	55.79	77.18	77.05
净利润率	19.55	15.76	13.77
EBITDA 利润率	29.87	22.26	18.61
净资产收益率	8.65	10.25	8.79

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司资产及负债规模保持较快增长，财务杠杆持续处于较低水平；但其他应收款及其他应付款余额较大，对公司资金管理提出较高要求

随着在建项目的推进，以及新增土地储备的获取，2020年末公司资产总额保持增长态势。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，公司货币资金较为充裕，2020年末同比增长21.51%；当年公司其他应收款小幅增长，主要由应收关联方往来款、应收少数股东款项等构成，截至2020年末，一年以内账龄的其他应收款占比为55.99%，一年以上的其他应收款主要为应收关联方款项，该类款项没有固定的到期日，公司可随时要求对方偿还；随着土地获取及项目开发的投入，2020年末公司存货（包含流动资产中的存货和非流动资产中的存货）余额保持增长态势。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及利润的积累，2020年末公司长期股权投资同比大幅增长56.10%；投资性房地产以公允价值计量，2020年末由于当年新增完工的投资性房地产，期末投资性房地产规模同比增长44.86%。

2020年末公司负债总额亦呈增长态势，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，2020 年末同比增长 40.02%；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呈不断上升趋势；其他应付款主要包括应付关联方往来款、委托借款、应付少数股东往来款等，2020 年末同比减少 23.91%。有息债务方面，2020 年公司拿地力度有所减弱，当年末公司有息债务规模小幅减少。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，对公司的资金管理能力提出较高要求。

所有者权益构成方面，2020 年末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持续增长；此外，随着合作项目的增加及利润的积累，2020 年末公司少数股东权益规模同比增长 42.54%。

财务杠杆方面，受 2020 年末公司债务规模小幅减少的影响，当年末资产负债率及净负债率有所下降，分别为 71.23%和 27.98%，公司财务杠杆仍处于较低水平。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
总资产	1,536.38	2,184.22	2,454.49
货币资金	239.05	262.86	319.40
其他应收款	386.41	316.82	327.82
存货（流动+非流动）	653.05	1,332.83	1,448.43
投资性房地产	93.03	79.01	114.46
长期股权投资	50.07	50.44	78.73
总负债	1,019.16	1,564.08	1,748.39
应付账款	97.38	135.72	190.03
其他应付款	210.59	449.50	342.01
预收账款	289.93	386.01	531.57
短期债务	99.80	138.32	73.98
长期债务	267.75	384.24	442.96
总债务	367.55	522.56	516.94
实收资本	19.09	19.09	19.09
资本公积	218.84	241.03	216.07
所有者权益	517.21	620.14	706.10
未分配利润	194.67	210.88	256.43
少数股东权益	75.56	134.65	191.93
资产负债率	66.34	71.61	71.23
净负债率	24.84	41.88	27.98

注：“存货”包含流动资产中的存货和非流动资产中的存货。

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，其中，货币资金充裕，存货中开发产品占比偏高，公司资产及存货周转效率有待提升

公司将部分存货计入非流动资产，为便于与其他房地产公司比较分析，本报告将此部分调整至流动资产。以调整后口径统计，流动资产为公司资产的主要构成部分，2020 年末流动资产占总资产的比例仍较高。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，2020 年末货币资金、存货及其他应收款合计占流动资产比重达 96.31%。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	88.19	90.47	88.65
存货/流动资产	48.20	67.45	66.56
货币资产/流动资产	17.64	13.30	14.68
其他应收款/流动资产	28.52	16.03	15.07
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	94.36	96.78	96.31
已完工开发产品	76.11	118.10	228.62
已完工开发产品/存货	11.65	8.86	15.78
在建开发产品	576.94	1,214.72	1,219.82
在建开发产品/存货	88.35	91.14	84.22

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，2020 年末货币资金余额达 319.40 亿元，其中受限货币资金占比为 28.02%，可动用资金充裕。

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、应收第三方拍地款项及保证金和押金构成，其中 2020 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、城市建设开发集团（中国）有限公司、雅康投资有限公司、广州力超经济信息咨询有限公司和广州高亚经济信息咨询有限公司，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 50.84 亿元、50.76 亿元、24.72 亿元、15.43 亿元和 15.00 亿元，合计占比为 47.82%。

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。2020 年末公司已完工开

发产品占比为 15.78%；其中公司开发产品中余额较大的项目主要为广州星汇云城项目，账面价值 71.81 亿元，其后续销售去化情况有待关注。截至 2020 年末，公司存货跌价准备合计为 8.71 亿元，主要为对已完工开发产品的跌价准备 4.65 亿元及对在建开发产品的跌价准备 4.06 亿元。

资产周转效率方面，2020 年公司存货周转率和总资产周转率均不高，资产周转效率有待提升。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.22	0.24	0.22
总资产周转率（次/年）	0.15	0.20	0.18

注：中诚信国际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。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着销售回款逐年上升，2020 年公司主要偿债指标表现良好，同时货币资金对短期债务的覆盖能力很强

得益于销售业绩的增长和公司对回款的严格管控，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 29.69%。2020 年公司部分土地储备仍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，对其债务本息的偿还提供较好的支持。

2020 年公司拿地力度有所减弱，当年末公司有息债务规模小幅减少。债务结构方面，公司有息债务主要由长期借款和应付债券构成，短期债务占比较低，期限结构较好。

得益于公司良好的获现能力，2020 年 EBITDA 对债务本息的保障能力保持在合理水平。此外，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很强。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	113.40	98.98	170.11
销售商品、提供劳务收到的现金	290.12	433.27	561.89
货币资金/短期债务	2.40	1.90	4.32
总债务	367.55	522.56	516.94

短期债务/总债务	27.15	26.47	14.31
总债务/EBITDA	5.78	6.35	6.56
经营活动净现金流/总债务	0.31	0.19	0.33
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.27	1.21	0.92
经营活动净现金流/利息支出	6.10	3.78	6.10
EBITDA 利息倍数	3.42	3.14	2.83

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，此外，公司受限资产比例尚可，对外担保金额较小

截至 2020 年末，公司共获得多家商业银行授信共计 602 亿元，其中已使用授信额度为 442 亿元，剩余可使用授信额度为 160 亿元，备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产合计为 380.21 亿元，其中 216.66 亿元为受限的存货，89.51 亿元为受限银行存款，66.91 亿元为受限投资性房地产，受限资产合计占当期末总资产的比例为 15.49%。

或有事项方面，截至 2020 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 1.52%。公司对外担保金额较小，或有风险可控。

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 2021 年 3 月末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，公司在项目资源、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。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。目前越秀集团还有多宗孵化地块项目包括“轨交+物业”业务、三旧改造项目和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

“16 穗建 02”、“16 穗建 03”、“16 穗建 04”、“16 穗建 05”、“16 穗建 06”、“18 穗建 01”、“18 穗建 02”、“19 穗专 01”、“19 穗建 01”、“19 穗建 02”、“19 穗建 04”、“20 穗建 01”本息的到期兑付由越秀集团（本节或简称“公司”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

越秀集团成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 10,000 万元，广州市人民政府系公司的唯一出资人，并授权广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）履行出资人职责。后经过多次增资，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均增至 112.69 亿元；广州市人民政府持有公司 99%股权、广州国资发展控股有限公司持有公司 1%股权，广州市人民政府为公司控股股东及实际控制人。作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，经过多年发展，公司已形成以金融、房地产、交通基建和食品板块为核心的多元化发展的业务格局。

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。近年来，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。2020 年公司地产板块实现销售收入 462.69 亿元，同比增长 20.25%。

公司交通基建板块主要由子公司越秀交通经营。越秀交通采用了“收购+运营”的经营模式，一方面可以跳过公路建设过程中的征地、拆迁、规划、建造等环节，避免公路建设周期不确定带来的风险；另一方面能够对已建成公路的里程、车流量等情况进行直观考察，通过可量化的投资考核指标选择盈利能力强的收购对象。截至 2020 年末，越秀交通拥有控股路产 10 条，分布于两广、两湖、河南、天津等区域，控股路产总收费里程 535.0 公里；5 条合营及联营道路收费里程为 301.6 公里。2020 年公司交通基建板块实现销售收入 29.20 亿元，同比下降 17.93%。

公司金融板块包括期货、银行、融资租赁、不良资产管理和股权投资等业务，其中银行业务经营主体为创兴银行有限公司（股票代码 01111.HK，以下简称“创兴银行”），其余均由子公司越秀金控及其子公司等负责。2020 年公司金融板块实现销售收入 132.12 亿元，同比增长 29.72%。

2018 年，公司收购广州越秀风行食品集团有限公司（以下简称“越秀风行食品”）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的格局。越秀风行食品始建于 1949 年，以乳业、畜牧养殖、食品加工为主业，成为公司收入的又一重要补充。2020 年越秀风行食品实现营业收入 52.73 亿元，同比增长 49.12%。

截至 2020 年末，越秀集团资产总额 6,754.61 亿元，所有者权益 1,290.75 亿元，资产负债率为 80.89%；2020 年，越秀集团实现营业总收入 696.59 亿元，净利润 109.90 亿元，经营活动净现金流 116.74

亿元。

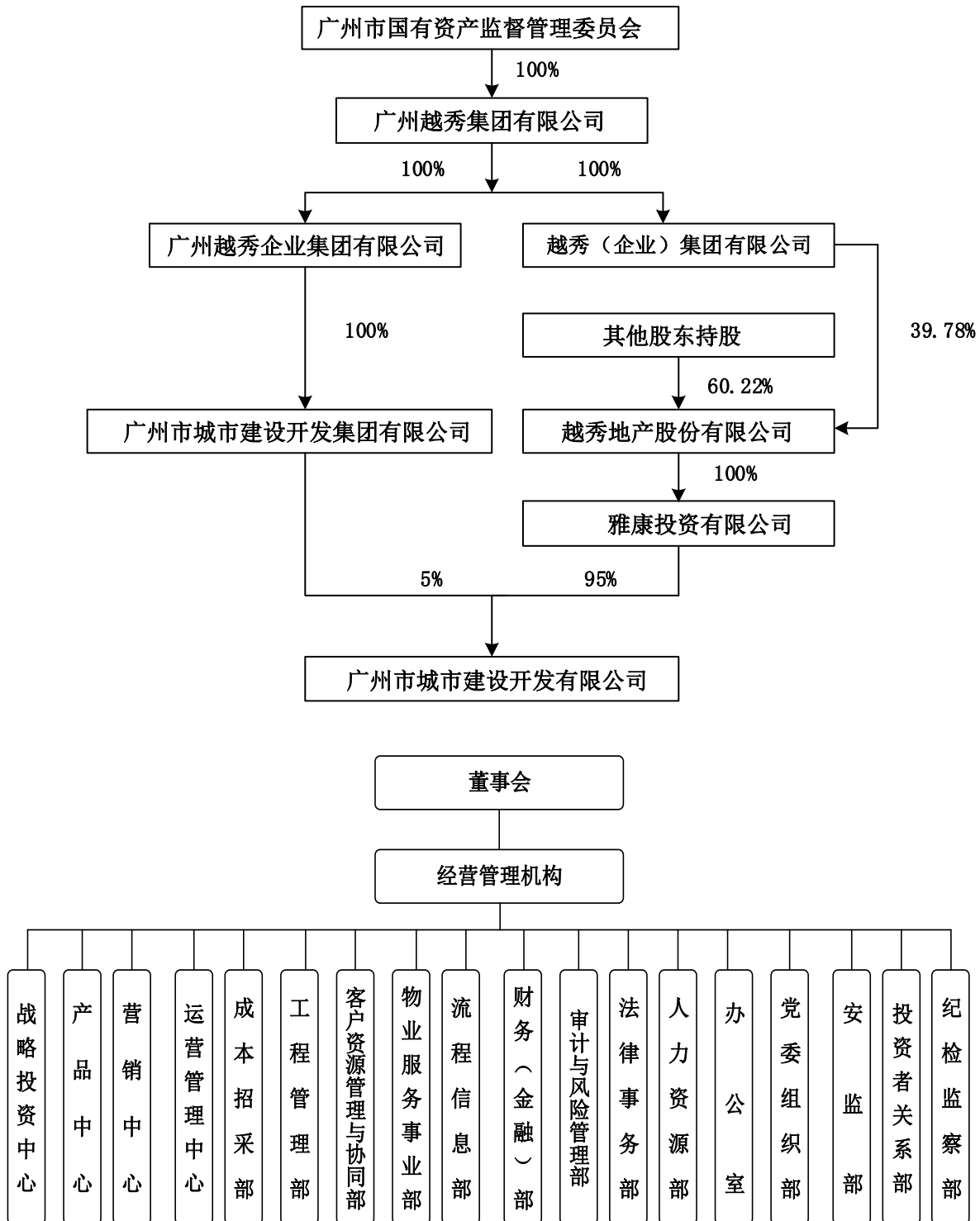
截至 2021 年 3 月末，越秀集团资产总额 7,177.11 亿元，所有者权益 1,338.74 亿元，资产负债率为 81.35%；2021 年 1~3 月，越秀集团实现营业收入 137.03 亿元，净利润 22.35 亿元，经营活动净现金流 59.75 亿元。

综上所述，中诚信国际评定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，其提供的全额不可撤销的连带责任保证担保对“16 穗建 02”、“16 穗建 03”、“16 穗建 04”、“16 穗建 05”、“16 穗建 06”、“18 穗建 01”、“18 穗建 02”、“19 穗专 01”、“19 穗建 01”、“19 穗建 02”、“19 穗建 04”、“20 穗建 01”还本付息起到有力保障作用。

评级结论

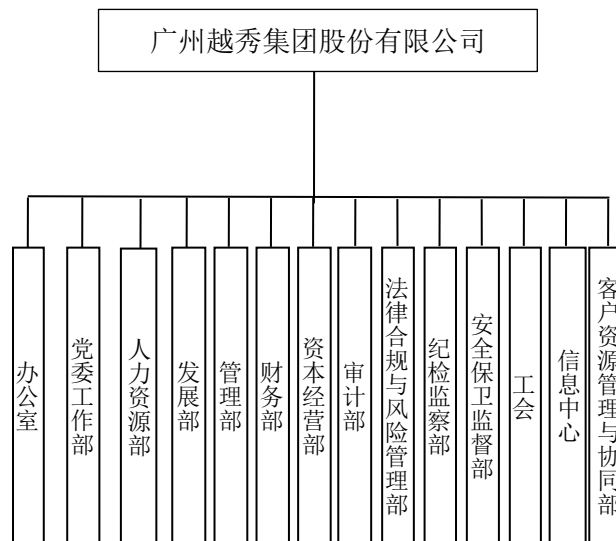
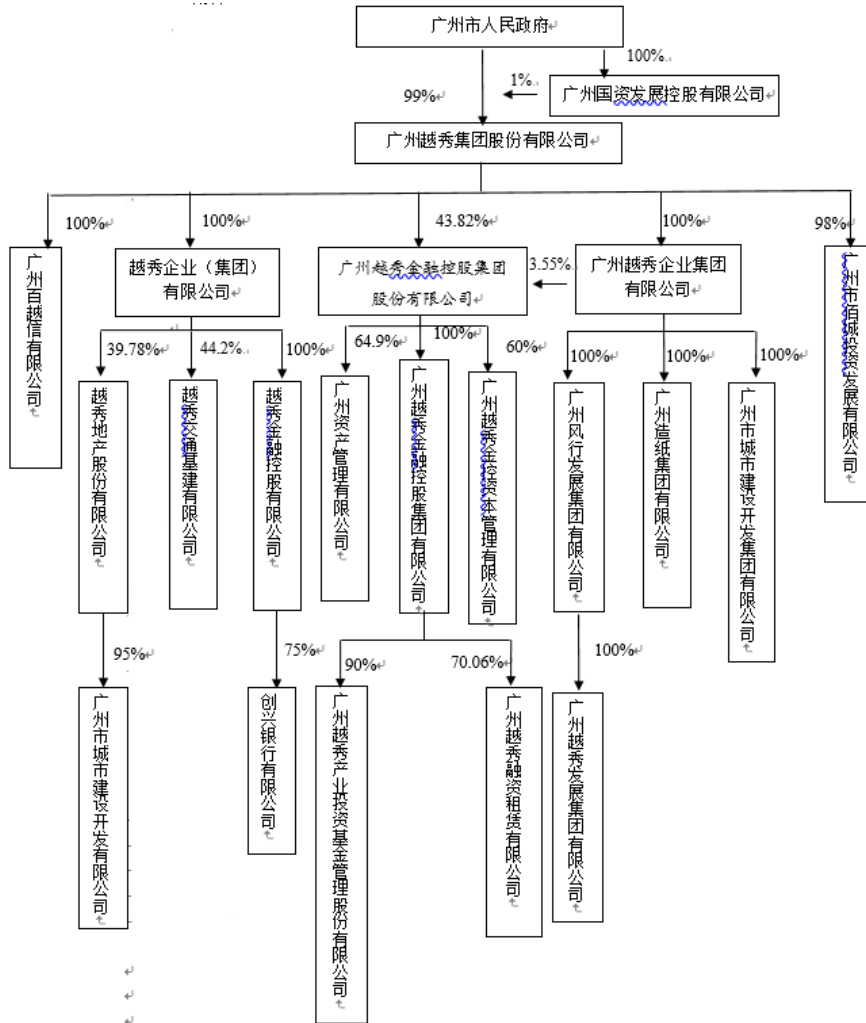
综上所述，中诚信国际维持广州市城市建设开发有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 穗建 02”、“16 穗建 03”、“16 穗建 04”、“16 穗建 05”、“16 穗建 06”、“18 穗建 01”、“18 穗建 02”、“19 穗专 01”、“19 穗建 01”、“19 穗建 02”、“19 穗建 04”、“20 穗建 01”信用等级为 **AAA**。

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 2020 年末)



资料来源：公司提供

附二：广州越秀集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：广州市城市建设开发有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	2,390,547.74	2,628,556.21	3,194,008.94
其他应收款	3,864,078.77	3,168,203.36	3,278,198.79
存货净额（流动+非流动）	6,530,497.20	13,328,255.72	14,484,342.26
长期投资	625,714.11	635,875.13	914,274.28
固定资产	113,165.36	114,669.16	170,170.66
在建工程	82,898.92	132,133.35	142,373.76
无形资产	24,760.53	349,866.20	329,059.60
投资性房地产	930,339.00	790,145.00	1,144,594.00
总资产	15,363,767.60	21,842,232.20	24,544,897.39
预收款项	2,899,278.43	3,860,127.25	5,315,708.19
其他应付款	2,105,867.23	4,495,021.89	3,420,121.34
短期债务	997,984.89	1,383,199.93	739,832.73
长期债务	2,677,534.60	3,842,433.21	4,429,582.92
总债务	3,675,519.49	5,225,633.14	5,169,415.65
净债务	1,284,971.75	2,597,076.93	1,975,406.71
总负债	10,191,632.75	15,640,827.73	17,483,899.11
费用化利息支出	69,344.21	40,281.19	5,275.64
资本化利息支出	116,536.60	221,787.62	273,502.70
所有者权益合计（含非控股股东权益）	5,172,134.86	6,201,404.47	7,060,998.28
营业总收入	2,128,270.40	3,698,499.62	4,232,654.96
经营性业务利润	421,708.94	653,588.46	639,845.98
投资收益	115,613.08	125,505.96	123,613.29
净利润	415,985.70	582,744.12	582,706.69
EBIT	627,248.11	812,125.91	775,785.76
EBITDA	635,668.60	823,373.87	787,850.74
销售商品、提供劳务收到的现金	2,901,180.84	4,332,739.73	5,618,919.51
经营活动产生现金净流量	1,133,978.03	989,832.05	1,701,065.35
投资活动产生现金净流量	-726,776.01	-2,533,153.67	-787,910.92
筹资活动产生现金净流量	-64,118.54	1,790,579.92	-674,077.13
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	37.81	35.39	28.11
期间费用率（%）	9.36	6.37	5.40
EBITDA 利润率（%）	29.87	22.26	18.61
净利润率（%）	19.55	15.76	13.77
净资产收益率（%）	8.65	10.25	8.79
存货周转率(X)	0.22	0.24	0.22
资产负债率（%）	66.34	71.61	71.23
总资本化比率（%）	41.54	45.73	42.27
净负债率（%）	24.84	41.88	27.98
短期债务/总债务（%）	27.15	26.47	14.31
经营活动净现金流/总债务（X）	0.31	0.19	0.33
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.14	0.72	2.30
经营活动净现金流/利息支出（X）	6.10	3.78	6.10
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.27	1.21	0.92
总债务/EBITDA（X）	5.78	6.35	6.56
EBITDA/短期债务（X）	0.64	0.60	1.06
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.42	3.14	2.83
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.00	3.95	3.76

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；3、中诚信国际分析时将其他应付款中有息部分纳入短期债务核算，其他非流动负债中有息部分纳入长期债务核算；4、中诚信国际分析时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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	5,408,405.47	5,611,103.41	6,444,895.55	8,489,344.09
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3,313,509.43	2,779,782.03	3,230,258.59	3,459,868.23
应收账款净额	125,999.01	73,883.94	89,353.62	116,510.38
其他应收款	3,069,309.44	3,150,439.18	3,192,430.69	3,972,008.47
存货净额	10,301,971.24	15,200,313.93	15,961,242.30	15,167,220.46
可供出售金融资产	185,521.16	221,656.65	213,465.18	0.00
长期股权投资	1,838,551.94	1,790,740.89	3,912,365.30	4,135,068.83
固定资产	806,002.12	824,917.86	882,261.88	916,149.65
在建工程	108,533.90	165,318.54	207,739.88	207,978.64
无形资产	1,935,559.84	3,679,857.62	3,608,740.90	3,843,626.38
总资产	51,746,136.03	63,209,704.89	67,546,130.30	71,771,101.16
其他应付款	3,106,714.67	3,559,241.03	1,871,893.78	1,405,601.92
短期债务	5,116,582.67	7,098,730.19	9,769,813.63	10,791,313.74
长期债务	13,292,696.45	15,838,754.80	15,657,102.80	17,673,591.86
总债务	18,409,279.12	22,937,484.99	25,426,916.43	28,464,905.60
净债务	13,000,873.65	17,326,381.58	18,982,020.88	19,975,561.50
总负债	43,337,763.50	52,061,757.47	54,638,611.42	58,383,666.69
费用化利息支出	512,391.83	470,331.74	387,017.97	108,023.96
资本化利息支出	187,073.00	310,483.70	343,607.58	81,047.73
实收资本	1,126,851.84	1,126,851.85	1,126,851.85	1,126,851.85
少数股东权益	4,856,454.39	6,641,449.50	7,974,729.21	8,110,939.41
所有者权益合计	8,408,372.53	11,147,947.41	12,907,518.89	13,387,434.47
营业总收入	4,482,086.23	5,860,135.81	6,965,921.86	1,370,251.94
三费前利润	1,660,934.56	1,981,534.62	1,843,898.79	418,423.52
营业利润	739,104.26	1,167,187.48	1,531,426.31	289,438.33
投资收益	233,358.75	324,047.77	570,031.55	54,836.23
营业外收入	54,169.31	53,778.46	16,592.74	1,649.93
净利润	498,531.91	752,367.45	1,099,049.68	223,501.19
EBIT	1,292,141.43	1,653,227.03	1,915,529.14	398,478.23
EBITDA	1,411,822.82	1,797,513.92	2,086,312.20	--
销售商品、提供劳务收到的现金	5,082,823.37	7,051,615.03	8,200,495.79	3,809,743.08
收到其他与经营活动有关的现金	2,183,032.83	1,575,119.34	4,721,661.63	656,676.02
购买商品、接受劳务支付的现金	4,521,208.55	7,014,032.57	7,706,452.53	3,331,957.94
支付其他与经营活动有关的现金	1,664,953.29	458,503.91	2,326,652.86	73,642.57
吸收投资收到的现金	673,406.92	1,365,527.94	731,480.66	4,381.96
资本支出	61,010.65	148,756.50	441,514.80	33,115.41
经营活动产生现金净流量	1,113,302.60	2,624,340.01	1,167,438.45	597,539.65
投资活动产生现金净流量	-1,764,495.24	-2,706,495.79	-2,401,860.12	-720,550.10
筹资活动产生现金净流量	2,119,273.98	631,192.80	719,234.24	2,698,347.40
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	42.62	41.70	31.53	34.17
三费收入比(%)	26.03	19.28	13.43	12.62
总资产收益率(%)	2.73	2.88	2.93	-
流动比率(X)	0.99	0.98	0.94	0.96
速动比率(X)	0.63	0.55	0.51	0.57
资产负债率(%)	83.75	82.36	80.89	81.35
总资本化比率(%)	68.65	67.29	66.33	68.01
长短期债务比(X)	0.38	0.45	0.62	0.61
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	0.11	0.05	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	0.37	0.12	0.22
经营活动净现金/利息支出(X)	1.59	3.36	1.60	3.16
总债务/EBITDA(X)	13.04	12.76	12.19	-
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.25	0.21	-
货币资金/短期债务(X)	1.06	0.79	0.66	0.79
EBITDA 利息倍数(X)	2.02	2.30	2.86	-

注：1、中诚信国际根据2018年~2020年审计报告和未经审计的2021年一季度财务报表整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、中诚信国际分析时将其他流动负债中有息债务调入“短期债务”，长期应付款中的有息债务及其他非流动负债中的有息债务调入“长期债务”；4、越秀集团未提供2021年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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
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
	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
现金流	净利润率	=净利润/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
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

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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。