

# 广州越秀集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第四期）信用评级报告

---

项目负责人：贺文俊 [wjhe@ccxi.com.cn](mailto:wjhe@ccxi.com.cn)

项目组成员：张 蕾 [lzhang02@ccxi.com.cn](mailto:lzhang02@ccxi.com.cn)

程 成 [chcheng@ccxi.com.cn](mailto:chcheng@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 7 月 8 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](http://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 [2021]1713D 号

## 广州越秀集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“广州越秀集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第四期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；本期公司债券品种一的信用等级为 **AAA**，品种二的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月八日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
广州越秀集团股份有限公司	不超过 25 亿元 (含 25 亿元)	品种一为 5 年期, 附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权; 品种二为 7 年期, 附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权	按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付	募集资金扣除发行费用后, 拟用于偿还有息负债及补充流动资金

**评级观点:** 中诚信国际评定广州越秀集团股份有限公司 (以下简称“越秀集团”或“公司”或“发行人”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“广州越秀集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第四期) (品种一)”的债项信用等级为 **AAA**, “广州越秀集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 (第四期) (品种二)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司重要的主体地位和强大的股东支持、业务多元化发展、盈利能力很强、融资渠道较为畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到公司房地产板块易受行业环境及政策影响, 公司债务规模上升较快、资产负债率处于较高水平, 疫情对公司交通板块产生较大冲击等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

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
越秀集团 (母公司口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产 (亿元)	714.29	715.35	778.90	893.66
所有者权益合计 (亿元)	169.99	265.71	267.87	271.75
总债务 (亿元)	308.88	353.31	486.51	577.44
营业总收入 (亿元)	0.30	0.31	0.34	0.10
净利润 (亿元)	-9.29	8.59	14.53	2.88
EBITDA (亿元)	6.60	24.40	14.53	-
经营活动净现金流 (亿元)	-47.55	13.44	-36.52	-4.49
资产负债率 (%)	76.20	62.86	65.61	69.59

注: 1、中诚信国际根据 2018~2020 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及其他应付款中的有息债务调入“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、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表, 故相关计算指标失效。

**正面**

- **公司重要的主体地位和强大的股东支持。**作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一, 近年来公司得到其股东广州市人民政府在资金补助、资产注入与划拨等方面的大力支持。
- **业务多元化发展。**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经营格局, 具有较强的业务竞争力。同时, 2019 年地产板块引进新的战略投资者, 并取得一系列优质的项目资源以支持业务的持续发展。
- **盈利能力很强。**公司各业务板块持续发展, 营业收入及净利润规模均逐年上升, 且各业务板块盈利空间较大, 公司整体盈利能力很强。
- **融资渠道较为畅通。**公司下属拥有越秀地产股份有限公司 (股

票代码 00123.HK, 以下简称“越秀地产”)、越秀交通基建有限公司 (股票代码 01052.HK, 以下简称“越秀交通”)、广州越秀金融控股集团股份有限公司 (股票代码 000987, 以下简称“越秀金控”)、创兴银行有限公司 (股票代码 01111.HK, 以下简称“创兴银行”) 和越秀房地产投资信托基金 (股票代码 00405.HK) 五家境内外上市企业以及基金, 资本市场融资渠道较为畅通。

**关注**

- **公司房地产板块易受行业环境及政策影响。**在“房住不炒”行业政策基调下, 公司房地产板块在土地获取、融资、销售、财务指标等方面面临一定的政策压力, 加之宏观经济下滑及行业竞争加剧, 行业盈利空间收窄, 公司房地产板块易受行业环境及政策变化影响。
- **公司债务规模上升较快, 资产负债率处于较高水平。**随着公司业务不断发展, 负债及债务规模持续增加, 总债务规模和资产负债率持续处于较高水平。
- **新冠肺炎疫情短期内对交通板块造成了较大冲击。**新冠疫情防控期间免收通行费政策及疫情防控下客运量下降, 对公司交通板块 2020 年营收规模、盈利水平及偿债指标造成了一定不利影响, 中诚信国际将持续关注公司的经营业绩情况。

**评级展望**

中诚信国际认为, 广州越秀集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**公司地位下降, 重要资产被划转; 市场环境恶化, 公司业务受到较大冲击; 公司财务指标出现明显恶化, 再融资环境恶化, 备用流动性减少等。

## 同行业比较

2020 年同区域企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
广州越秀集团股份有限公司	6,754.61	1,290.75	80.89	696.59	109.90	116.74
广州金融控股集团有限公司	7,308.28	606.74	91.70	206.78	46.93	419.68

资料来源：中诚信国际整理

## 发行主体概况

广州越秀集团股份有限公司成立于 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。2018 年 12 月 24 日，根据穗国资产权[2018]35 号文，广州市国资委出具通知，将公司 1% 国有股权无偿划转到广州国资发展控股有限公司，公司已于 2018 年 12 月 27 日完成工商变更登记手续。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。

**表 1：截至 2021 年 3 月末公司主要子公司**

全称	简称
广州越秀企业集团有限公司	广州越企
越秀企业(集团)有限公司	香港越企
创兴银行有限公司	创兴银行
越秀地产股份有限公司	越秀地产
广州市城市建设开发有限公司	广州城建
越秀交通基建有限公司	越秀交通
广州越秀金融控股集团股份有限公司	越秀金控
广州越秀产业投资基金管理股份有限公司	越秀产业基金
广州越秀融资租赁有限公司	越秀租赁
广州资产管理有限公司	广州资产
广州越秀金控资本管理有限公司	越秀金控资本
广州越秀风行食品集团有限公司	越秀风行食品
广州造纸集团有限公司	广纸集团
广州期货股份有限公司	广州期货

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本次注册金额 200 亿元，本期债券发行规模为不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券分为 2 个

品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。偿还方式方面，本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。募集资金用途方面，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息负债及补充流动资金。

## 宏观经济与政策环境

**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。

中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。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，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

**广州市作为广东省省会和珠三角都市圈核心城市，经济实力极强，且近年来经济增速较快，产业结构不断优化，为公司发展提供良好的外部环境**

广州市是广东省省会，位于广东省南部，珠江三角洲北缘，毗邻香港和澳门，是中国最主要的对外开放城市之一，是珠三角都市圈核心城市、粤港澳大湾区的重要组成部分，同时也是中国进出口商品交易会所在地。目前广州市下辖越秀区、天河区、白云区、荔湾区、黄埔区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区、增城区和从化区共11个区，辖区面积共计7,434.4平方公里。截至2020年末，广州市年末户籍人口985.11万人，户籍人口城镇化率为80.49%。

广州市交通极为便利，是珠三角重要的交通枢纽，已基本形成海陆空交通体系。广州是京广、广深、广茂和广梅汕和武广铁路的交汇点，是国家四大铁路主枢纽之一；在全球暴发疫情的特殊情况下，广州白云机场2020年实现旅客吞吐量4,376.8

万人次，在全球机场排名第一，是中国连接世界各地的重要口岸和国际航空枢纽；海洋运输方面，广州港为中国第三大港，是珠江三角洲以及华南地区的主要物资集散地和最大的国际贸易中枢港，2020年实现港口货物吞吐量63,643.22万吨，增长1.5%。

产业方面，广州市系全国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成了门类齐全、轻工业较为发达、重工业有一定基础、综合配套能力、科研技术能力和产品开发能力较强的外向型现代工业体系。广州市形成了以汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业为主的三大支柱产业。2020年全年规模以上三大支柱产业工业总产值较上年增长3.7%，占全市规模以上工业总产值的51.4%。

近年来，广州市经济保持快速增长，产业结构更为优化。2018~2020年，广州市分别实现地区生产总值22,859.35亿元、23,628.60亿元和25,019.11亿元，同比增速分别为6.2%、6.8%和2.7%。其中，2020年第一、二、三产业增加值分别为288.08亿元、6,590.39亿元和18,140.64亿元，分别同比增长9.8%、3.3%和2.3%，其中第二、三产业对经济增长的贡献率分别为38.7%和57.5%。

广州市固定资产投资增长提速，且基础设施投资和房地产开发投资表现较为亮眼。2020年广州市完成固定资产投资比上年增长10.0%，“十三五”时期固定资产投资年均增速达9.7%。2020年，基础设施投资同比增长4.7%，其中燃气生产和供应业、互联网和相关服务、水上运输业等固定资产投资同比分别增长96.9%、58.6%和49.0%；房地产开发投资同比增长6.2%；国有投资在交通运输、电力、水利等完成投资超十亿元的大项目带动下持续走高，同比增长16.3%。

财政收入方面，广州市财政收入实现平稳增长，2018~2020年，广州市一般公共预算收入分别为1,632.30亿元、1,697.21亿元和1,714亿元，其中，2020年税收收入占一般公共预算收入的比重为75.8%。同期，政府性基金收入分别为1,403.80亿

元、1,665.90亿元和2,507.3亿元。

财政支出方面，2018~2020年，广州市一般公共预算支出分别为2,505.84亿元、2,865.12亿元和2,905.7亿元，其中2020年一般公共预算支出较上年增长1.4%。2018~2020年，政府性基金支出分别为1,399.70亿元、1,586.71亿元和2,106.1亿元。

财政平衡率方面，近年来，广州市一般公共预算支出增长较快导致财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）有所下降，2018~2020年，财政平衡率分别为65.14%、59.24%和58.99%。

**表 2：2018~2020 年广州市财政情况（亿元、%）**

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	1,632.30	1,697.21	1,714
其中：税收收入	1,286.30	1,325.04	1,299.2
政府性基金收入	1,403.80	1,665.90	2,507.3
一般公共预算支出	2,505.80	2,865.12	2,905.7
政府性基金支出	1,399.70	1,586.71	2,106.1
财政平衡率	65.14	59.24	58.99
税收收入占比	78.80	78.07	75.80

资料来源：广州市财政局网站，中诚信国际整理

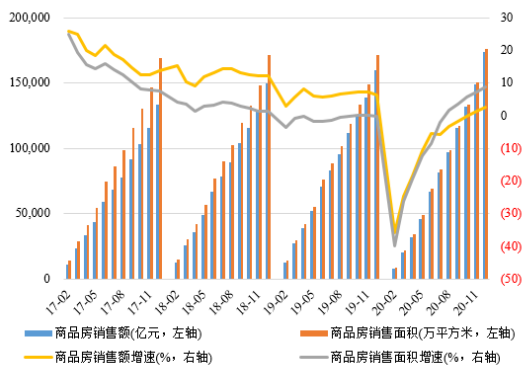
**中诚信国际认为**，广州市作为我国改革开放的前沿城市，经济发展势头良好，财政实力较强，经济总量位居全国省会以上城市前列。广州市较强的经济水平与财政实力为民生工程提供了强有力的保障。

### **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  
单位：亿元、万平方米、%



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。

### 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”<sup>1</sup>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

<sup>1</sup> 2020年8月20日，住房和城乡建设部、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”是指将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%。

“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。

**2019 年以来市场行情总体有所回暖，2020 年上半年交易投资继续放大；多层次资本市场体系建设逐步深入；券商收入结构有所优化但对传统经纪业务和自营业务的依赖度仍较高；证券公司分类评价体系进一步完善，仍需关注市场波动及监管政策对行业信用状况的影响**

证券行业与宏观经济环境高度相关。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017 年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年以来，国内财政政策整体趋于宽松，市场情绪回暖，风险偏好提升，但结构性问题依然存在，国内外环境呈现不确定性，A 股市场一季度呈现活跃，之后由于受到国内外宏观因素的影响出现持续波动，但市场行情总体回暖，截至 2019 年末，上证综指收于 3,050.12 点，较上年末涨幅 22.30%。

图 2：2017-2020.6 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

2020 年上半年，中央、各部委出台的多项重大政策应对经济下滑带来的负面影响，涵盖货币政策、金融改革、区域经济发展规划以及各项经济扶持刺激政策，这些政策的推出对促进国内经济发展均具有重大影响，同时，对资本市场也产生一定影

响。上半年 A 股市场交易投资持续活跃，两市日均成交额达 7,579.72 亿元，总成交额合计 88.68 万亿元，同比增长 27.95%。截至 2020 年 6 月末，上证综指收于 2984.67 点，较上年末小幅下降 2.15%，但深成指以及创业板指均较上年末有所上涨。

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响。截至 2019 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,777 家，2019 年以来，受益于股票市场有所回暖，总市值较上年末增加 36.44%至 59.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

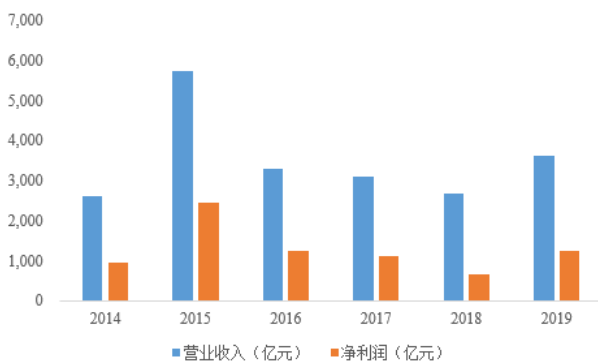
交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2017 年全年两市成交额 112.46 万亿元，同比减少 11.71%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 90.17 万亿元，同比减少 19.82%。2019 年，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 127.46 亿元，同比增加 41.36%。2020 年上半年，沪深两市日均成交额为 7,887 亿元，较 2019 年日均成交额增加约 2,300 亿元。

**表 3：2016-2019 年股票市场主要指标（家、万亿元）**

指标	2016	2017	2018	2019
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,777
总市值	50.82	44.93	43.49	59.29
总成交额	127.38	112.46	90.17	127.46

资料来源：东方财富 Choice，中诚信国际整理

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务和自营业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。

**图 3：2014-2019 年证券公司营业收入和净利润情况**


资料来源：证券业协会，中诚信国际整理

受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年，随着资本市场走强及交易投资活跃度提升，证券公司收入及利润均实现大幅增长，当年全行业实现净利润 1,230.95 亿元，同比增长 84.77%。2020 年围绕新证券法、提高上市公司质量、注册制、服务实体经济等领域推进全面深化改革落地，证券行业将充分享有政策面红利，近期证监会又通过多项举措支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，对证券行业长期信用提升形成利好，2020 年上半年，根据证券公司未经审计财务报表，134 家证券公司 2020 年上

半年度实现净利润 831.47 亿元，同比实现大幅增长。

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资本加分门槛等。为推动证券行业持续稳健发展，进一步增强证券公司风控指标体系的有效性和适应性，2020 年 1 月 23 日，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于 2020 年 6 月 1 日正式施行。在 2020 年分类评价中，有 98 家券商参评，其中 A 类有 47 家、B 类有 39 家、C 类有 11 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级增加至 15 家；与 2019 年相比，有 32 家评级上调，25 家评级下滑，39 家评级持平，2 家首次参与评价。

受市场环境及监管趋严等因素影响，近年来证券行业营业收入和净利润有所波动，行业竞争日趋激烈。随着业务资格普及，证券公司牌照红利逐渐弱化，大型综合类证券公司在业务布局、渠道建设、风控能力等方面拥有较大优势，市场集中度呈现上升趋势。总体来看，证券行业竞争将更为激烈，大型证券公司优势将进一步扩大，证券行业整合速度将有所提升。

**租赁行业总体业务量在 2020 年有所下滑；暂行办法中对部分监管指标进行了严格要求，融资租赁公**



## 司对监管新规的应对及整改情况有待持续观察；金融租赁公司监管评级结果将作为监管机构分类监管的重要依据

租赁公司总体业务发展呈现放缓趋势，根据中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院等机构公布数据，截至 2020 年末，全国融资租赁公司（不含单一项目公司、分公司、SPV 公司和收购海外的公司）由 2019 年末的 12,130 家增长到 12,156 家；注册资金同比增长 1.20% 至 33,154 亿元。虽然注册资金继续保持持续增长，不过合同余额呈现下降趋势，截至 2020 年末，全国融资租赁合同余额约为 6.50 万亿元，同比下降 2.25%。

2020 年 6 月，银保监会出台《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”），该暂行办法主要从经营规则、监管指标、监督管理、法律责任等方面对融资租赁公司（不含金融租赁公司）提出了具体要求，并要求省级人民政府应当依据暂行办法制定本辖区融资租赁公司监督管理实施细则，要求在暂行办法实施前已经设立的融资租赁公司应当在省级地方金融监管部门规定的过渡期内达到暂行办法规定的各项要求，原则上过渡期不超过 3 年。2020 年 7 月银保监会出台《金融租赁公司监管评级办法（试行）》，从评级要素、评级方法、评级操作规程、分类监管等方面，对金融租赁公司监管评级工作作出安排；金融租赁公司的监管评级结果将作为监管机构衡量金融租赁公司经营状况、风险程度和风险管理能力，制定监管规划、配置监管资源、采取监管措施和行动的重要依据。

中诚信国际认为，近年来银保监会不断加大管理力度，持续出台相关监管文件，对租赁行业加强监管。融资租赁公司的监管暂行办法中对部分监管指标进行了严格要求，部分融资租赁公司面临较大整改压力。金融租赁公司的监管评级结果将作为监管机构衡量金融租赁公司经营状况和风险管理能力、以及采取监管措施和行动的重要依据。

## 近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；疫情对客运需求冲击较大，但在宏观经济企稳、复工复产推动下，货运需求总量企稳

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 2019 年末，全国公路总里程 501.25 万公里，比上年增加 16.60 万公里。公路密度 52.21 公里/百平方公里，增加 1.73 公里/百平方公里。全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程的 3.4%。按技术等级划分，高速公路 14.28 万公里，一级公路 1.86 万公里，二级公路 0.87 万公里，独立桥梁及隧道 1,024 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 9.39 万公里，占全国收费公路里程的 54.9%；经营性公路里程 7.72 万公里，占全国收费公路的 45.1%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 7.45 万公里，经营性高速公路 6.84 万公里。

图 4：2018 年~2019 年全国收费公路里程变化图



资料来源：2019 年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2020 年以来，受新冠肺炎疫情下交通管制、延迟复工等因素影响，我国全年公路旅客运输总量为 68.9 亿人次，同比下降 47.0%。从周转量方面来看，随着《打赢蓝天保卫战三年行动计划》和《国务院办公厅关于印发推进运输结构调整三年行动计划（2018~2020 年）的通知》出台，正式确定“提升铁路运能、升级水运系统、治理公路货运”的策略，铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运导致近年来公路旅客周转量持续负增长，

叠加 2020 年疫情影响，全年旅客运输周转量累计 4,641.0 亿人公里，同比下降 47.6%。从货物运输来看，尽管近三年以来公路货物运输周转量仍维持正向增长，但增速持续下滑，“公转铁”政策和航运等其他运输方式已对公路客运和货运形成分流影响。但 2020 年作为全面建成小康社会的收官之年，国

家出台一系列政策积极推进社会投资、复工复产，增强经济发展力度，全年货物运输总量为 342.6 亿吨，同比仅小幅下降 0.3%，货物运输周转量 60,171.8 亿吨公里，实现同比增长 0.9%，货运需求总量企稳。2020 年全国综合运输情况

**表 4：2020 年全国综合运输情况**

运输方式	货物				旅客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
铁路	30,371.8	1.0	44.6	3.2	8,266.2	-43.8	22.0	-39.8
公路	60,171.8	0.9	342.6	-0.3	4,641.0	-47.6	68.9	-47.0
水运	105,834.4	-2.5	76.2	-3.3	33.0	-58.0	1.5	-45.2
民航	240.2	-8.7	0.07	-10.2	6,311.2	-46.1	4.2	-36.7
<b>运输总量</b>	<b>196,618.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>470.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>19,251.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>96.7</b>	<b>-45.1</b>

资料来源：2020 年国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

### 受“猪周期”和非洲猪瘟疫情等影响，2019 年以来我国生猪产能加速去化，生猪均价呈现全国性快速上涨态势；同期禽类价格持续回升，短期内畜禽养殖行业景气度有望得到维持

2019 年以来，非洲猪瘟疫情发生频次同比明显下降，生猪价格的快速上涨引起了中央及各地政府部门的高度关注。农业农村部会同国家发改委、财政部、自然资源部、生态环境部、交通运输部以及银保监会等部门，认真贯彻党中央国务院决策部署，相继印发文件并出台了 17 项政策措施，从基础设施、贷款贴息、交通运输以及补贴补助等多方面支持生猪行业生产发展。此外，为保证国内肉类市场供应的稳定，下半年以来，国家商务部及发改委相继表示会根据市场供需情况，适时择机投放中央储备冷冻猪肉和牛羊肉，并继续鼓励扩大猪肉的进口。目前来看，猪价小幅回落，但仍保持高位运行。长期来看，随着政策措施的落实推进，生猪补栏规模预计将得到提升，猪价或将出现一定下滑。总体来看，非洲猪瘟疫情的发生对生猪养殖行业的稳定运行造成干扰，为有效防控疫情，国家出台了一系列生猪调运规范和监管政策。未来，具有较强疫病防控实力和环保优势的养殖企业有望保持良好的发展态势，具备更强抗风险能力。

此外，2020 年春节期间，新型冠状病毒疫情以武汉区域为中心在全国范围内蔓延，中诚信国际注意小受交通管制，企业延期开工以及鸡苗、饲料等生产要素及鸡蛋等农产品运输受阻影响，加之活畜屠宰、买卖受限，养殖企业生产和销售两端双重承压，为维护“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序，2020 年 1 月 30 日，农业农村部办公厅、交通运输部办公厅及公安部办公厅联合发布《关于确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序的紧急通知》，以确保重点地区“菜篮子”产品有效供给。预计随着农业农村部相关政策的落地执行，物流通道的打开有望促进供销环节逐渐恢复正常。目前来看，新型冠状病毒指疫情对养殖行业影响较为有限，禽畜养殖行业景气度有望继续维持。

### 业务运营

经过多年的发展，公司目前已形成金融、房地产、交通基建、食品等板块多元化发展的格局，其中金融、房地产、交通基建和食品板块为公司核心业务，也是公司主要的收入来源。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 448.21 亿元、586.01 亿元、696.59 亿元和 137.03 亿元。其中，同期，房地产收入分别为 265.30 亿元、384.77 亿元、462.69 亿元和 67.79 亿元，金融收入分别为 72.97 亿



元、101.85 亿元、132.12 亿元和 33.24 亿元，交通基建收入分别为 28.77 亿元、35.58 亿元、29.20 亿元和 9.31 亿元，食品收入分别为 0 亿元、35.36 亿元、52.95 亿元和 19.13 亿元。2020 年，上述四大业务板块收入合计占公司营业总收入的比重为 97.18%。

**表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元）**

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
房地产板块	265.30	384.77	462.69	67.79
交通基建板块	28.77	35.58	29.20	9.31
金融板块	72.97	101.85	132.12	33.24
食品板块	-	35.36	52.95	19.13
其他业务	81.16	28.45	19.64	7.55
<b>合计</b>	<b>448.21</b>	<b>586.01</b>	<b>696.59</b>	<b>137.03</b>
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
房地产板块	59.19%	65.66%	66.42%	49.47%
交通基建板块	6.42%	6.07%	4.19%	6.79%
金融板块	16.28%	17.38%	18.97%	24.26%
食品板块	-	6.03%	7.60%	13.96%
其他业务	18.11%	4.86%	2.82%	5.51%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

注：其他业务包括造纸板块、建材业务等；加总数和合计数的尾数不一致主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 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；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和行业政策变化情况

越秀地产股份有限公司（以下简称“越秀地产”）是公司房地产业务的运营主体，公司房地产业务的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。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司地产板块分别实现销售收入 265.30 亿元、384.77 亿元、462.69 亿元和 67.79 亿元。房地产业务收入主要来自于房地产开发和销售、物业管理服务、物业租赁和其他业务等。其中，房地产开发和销售是该业务板块的主要收入来源，近年来公司房地产开发和销售收入占地产板块收入的比重均超过 90%。

越秀地产的房地产业务实施“广州与外地并重”、“住宅地产+商业地产”双轮驱动、“产业经营与资本运作并行”策略，发挥公司拥有房产信托基金的优势，与越秀房产基金形成“常态化互动”模式，确立了地产业务的“开发+运营+金融”高端发展模式。其中，越秀地产、越秀房产基金的常态化互动模式的主要内容为：（1）由越秀地产开发优质住宅及商业项目，作为投资物业自身初始运营；（2）越秀房产基金收购越秀地产已完成的投资物业；（3）收购资金回流入越秀地产，加强项目开发能力；（4）越秀房产基金现有优质投资物业稳定增值。

越秀地产定位于开发中高端房地产项目，采取住宅和商业项目并重的模式，现已建成多个较为成熟的住宅产品线和中小型综合体。越秀地产一方面积极加大地产开发力度，并坚持提升产品的标准化水平；另一方面采取契合市场景气变化的定价和推盘节奏，积极促进销售，整体房地产销售规模不断提升。区域布局方面，越秀地产的房地产开发和销售业务主要集中在广州、杭州和武汉等地区，并已逐渐将业务布局拓展至佛山、中山、江门、烟台、沈阳、海口、青岛、昆山等个城市，确立了广州、珠三角、长三角、环渤海经济区和中部重点经济区等战略区域。

从开发情况来看，近年来越秀地产的竣工面积和新开工面积均呈增长态势。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，越秀地产竣工面积分别为 259.26 万平方米、322.80 万平方米、512.52 万平方米和 19.01 万平方米；同期，新开工面积分别为 606.16 万平方米、620.78 万平方米、707.99 万平方米和 189.44 万平方米。

**表 6：近年来公司房地产业务开发情况（万平方米、元/平方米、亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
房屋新开工面积	606.16	620.78	707.99	189.44
房屋施工面积	1,560.12	1,884.39	2,373.32	2,050.23
竣工面积	259.26	322.80	512.52	19.01
销售面积	284.32	358.85	391.93	87.33
销售均价	20,985.26	20,898.92	25,172.25	28,592.67

新增土地储备面积	506.99	715.07	668.50	132.53
在建项目面积	2,050.23	2,373.32	1,884.39	2,050.23
新增楼面均价	6,857.38	11,249.97	12,456.07	14,643.77
期末土地储备面积	2,134.56	2,367.92	2,705.11	2,814.21
实际销售额	596.65	750.44	986.58	249.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从合同签约情况来看，2018~2020年越秀地产取得合同销售金额分别为596.65亿元、750.44亿元

和986.58亿元；合同销售面积分别为284.32万平方米、358.85万平方米和391.93万平方米。从销售区域来看，越秀地产开发和销售业务主要集中在广州、杭州和武汉等地区，并已逐渐将业务布局拓展至佛山、中山、江门、烟台、沈阳、海口、青岛、昆山等个城市，确立了广州、珠三角、长三角、环渤海经济区和中部重点经济区等战略区域，打造了数十个精品标杆项目。其中，2020年广州地区签约金额为603.20亿元，占比达61.14%。

**表7：近年来公司房地产合同销售情况（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
广州	107.76	314.96	139.05	383.20	177.00	603.20
珠三角（不含广州）	41.90	44.63	41.85	57.82	33.00	50.80
长三角	65.26	134.28	76.40	169.39	82.40	202.60
中部地区	33.27	61.73	61.07	80.14	54.70	75.10
环渤海	36.13	41.05	36.55	56.85	32.00	44.30
其他	-	-	3.94	3.04	12.80	10.60
<b>合计</b>	<b>284.32</b>	<b>596.65</b>	<b>358.85</b>	<b>750.44</b>	<b>391.90</b>	<b>986.60</b>

注：加总数和合计数的尾数不一致主要系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，越秀地产以招拍挂购地并实施开发为主，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年末，越秀地产土地储备项目82个，建筑面积合计2,454.07万平方米，其中在建建筑面积1,716.07万平方米。按区域来看，上述土地储备中，广州地区土地储备建筑面积占比为46.60%，珠三角地区（不含广州）占比为8.52%，长三角地区占比为12.35%、中部地区占比为15.50%、环渤海地区占比为13.08%、其他区域占比为3.96%。

**表8：截至2020年末越秀地产主要土地储备情况（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	32	1,143.48	990.42	234.91
珠三角（不含广州）	11	209.08	59.67	67.56
长三角	14	302.99	197.47	105.52
中部地区	9	380.34	314.07	66.27

环渤海	11	321.11	118.13	202.98
其他	5	97.07	36.31	60.76
<b>合计</b>	<b>82</b>	<b>2,454.07</b>	<b>1,716.07</b>	<b>738.00</b>

注：加总数和合计数的尾数不一致主要系四舍五入所致。

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2020年末，公司直接持有出租投资物业约77.40万平方米，2020年实现租金收入约6.00亿元；截至2020年末公司持股38.1%的越秀房产基金持有出租性商业物业63.29万平方米，2020年实现收入约8.31亿元。

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19.90%，上述事项于2019年4月完成。截至2021年3月末，越秀地产收购五个地铁房地产项目，包括品秀星图、

品秀星樾、品秀星瀚、品辉星汇尚景和品冠星畔。上述项目预计总投资 734.39 亿元，已投资 323.28 亿元，已销售 286.80 亿元。

旧改项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司参与的旧改项目主要包括广州番禺里仁洞村旧改

项目、广州南沙东流村旧改项目和广州智能装备科技创意园。上述项目拟改造面积合计 181.73 万平方米，改造后建筑面积预计为 401.80 万平方米，预计投资 620.76 亿元，预计可获得收入 875.82 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。

**表 9：截至 2021 年 3 月末公司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	240.29	163.86	82.85
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	155.64	87.70	99.11
品秀星瀚	51%	位于地铁 22 号线陈头岗站	住宅	155.46	71.82	55.23
品辉-星汇尚景花园	51%	广州市黄埔区知识城镇龙地铁站 C 出口	住宅	112.00		36.57
品冠-星畔园	51%	广州市黄埔区地铁 7 号线水西北站	住宅	71.00		13.04
<b>合计</b>	-	-	-	<b>734.39</b>	<b>323.38</b>	<b>286.80</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，房地产板块系公司合并口径收入和利润的核心来源，近年来依托品牌影响力及合理优质的项目布局，房地产业务发展较为稳定。但在“房住不炒”行业政策基调下，公司房地产板块在土地获取、融资、销售、财务指标等方面面临一定的政策压力，加之宏观经济下滑及行业竞争加剧，行业盈利空间收窄，需持续关注行业环境及政策变化对公司房地产板块的影响。

**交通基建业务采用“收购+运营”的经营模式，完成对湖北省内路产收购后，控股路产里程进一步增长。路产区域优势明显，整体路产质量较好，新冠肺炎疫情对高速公路营运形成较大冲击，2020 年下半年通行量恢复情况较好**

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。

资产收购方面，2019 年，越秀交通向越秀集团收购了越秀（湖北）高速公路有限公司全部股权、湖北省汉蔡高速公路有限公司 38.50% 的股权及公司本金为 46.55 亿元的贷款及应计利息等。收购完成后，越秀交通新增大广南高速、汉蔡高速及汉鄂高速三个收费公路项目，其中汉蔡高速、汉鄂高速是武汉城市圈规划的快速进出城干线，大广南高速是链接湖北和江西两省的一条重要通道。同时，越秀交通坚持资产有进有出，持续优化资产组合结构，提升投资质量，主动调整不符合公司战略布局的资产，积极处置短期内难以实现盈利的项目。

2020 年 12 月 19 日，公司以 24.83 亿元成功竞得河南兰尉高速公路剩余 13.5 年收费权。兰尉高速是日兰国家高速公路在河南的延伸，是河南省骨架公路网的重要组成部分，也是河南中部地区通往山东地区的重要出口通道，联系沿线尉氏、兰考、许昌等地区的经济发展轴，全长 61.03 公里，双向 4 车道，总投资约 24 亿，收费期剩余 13.5 年，近年来其车流量持续稳健增长的态势明显，经济效益良好。

**表 10：公司历年主要资产收购、出售记录**

收购项目	收购完成时间	收购情况
广州北二环高速	2007 年	增持 20%
广西苍郁高速	2009 年	收购 90%
天津津保高速	2009 年	收购 60%
湖北汉孝高速	2010 年	收购 90%
广西越新赤水码头	2011 年	收购 51%
广西苍郁高速	2011 年	收购剩余 10%
湖南长株高速	2011 年	收购 90%
河南尉许高速	2012 年	收购 100%
湖北汉孝高速	2014 年	收购剩余 10%
湖南长株高速	2015 年	收购剩余 10%

湖北随岳南高速	2015 年	收购 70%
广西越新赤水码头	2016 年	出售 51%
大广南高速	2019 年	收购 90%
汉蔡高速	2019 年	收购 67%
汉鄂高速	2019 年	收购 100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

**表 11：截至 2020 年末公司投资经营的公路和桥梁情况**

	道路/桥梁名称	收费公里（公里）	公路类别	所占权益（%）	剩余经营年限（年）
控股项目	广州北二环高速	42.5	高速公路	60.00	12
	广西苍郁高速	23.3	高速公路	100.00	10
	天津津雄高速	23.9	高速公路	60.00	10
	湖北汉孝高速	38.5	高速公路	100.00	16
	湖南长株高速	46.5	高速公路	100.00	20
	河南尉许高速	64.3	高速公路	100.00	15
	湖北随岳南高速	98.1	高速公路	70.00	20
	湖北汉蔡高速	36.0	高速公路	67.00	18
	湖北汉鄂高速	54.8	高速公路	100.00	22
	湖北大广南高速	107.1	高速公路	90.00	22
	小计	<b>535.0</b>	-	-	-
联营合营项目	广州西二环高速	42.1	高速公路	35.00	10
	虎门大桥	15.8	悬索桥梁	27.78	9
	广州北环高速	22.0	高速公路	24.30	3
	汕头海湾大桥	6.5	悬索桥梁	30.00	8
	清连高速	215.2	高速公路	23.63	14
	小计	<b>301.6</b>	-	-	-
<b>合计</b>	<b>836.6</b>	-	-	-	

注：1、虎门大桥利润分配比例为18.446%；2、津保高速已更名为津雄高速。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

越秀交通高速公路项目位于广东、广西、湖南、湖北、河南和天津等省市，其中广州市是广东省以及华南地区区域性中心城市、交通通讯枢纽；湖南、湖北、河南等省份区域经济持续增长，对高速路通行量的拉动效应明显。分流方面，2018年广州北三环高速公路通车后对北二环高速形成一定分流影响，湖南长株高速主要受到武深高速分流影响，广西苍郁高速主要受梧州环城高速、X184县道的分流影响。

车流量方面，随着区域经济的逐年增长，交通运输需求日渐旺盛，得益于公司路产较好的区位优势，控股、参股路段的车流量常规增长趋势明显。2020年，受新冠肺炎疫情影响，旅客出行意愿大幅下降，疫情期间高速公路经营受冲击较大；疫情得以控制后，在管路产通行量恢复情况较好，其下半年日均车流量较上年整体有所增长。



**表 12: 2018-2019 年及 2020 年 7-12 月公司控股和参股路产日均车流量情况 (辆/日)**

路段名称	2018	2019	2020.7-12	
控股项目	广州北二环高速	233,210	255,418	297,280
	湖南长株高速	59,329	62,641	77,895
	天津津雄高速	37,345	37,039	45,254
	河南尉许高速	31,928	32,957	23,676
	湖北汉孝高速	26,719	28,715	32,675
	湖北随岳南高速	22,903	25,574	33,252
	广西苍郁高速	10,857	8,604	12,489
	湖北汉蔡高速	--	47,607	47,929
	湖北汉鄂高速	--	34,968	41,220
	湖北大广南高速	--	25,692	30,017
联营合营	广州北环高速	348,447	361,676	382,534
	虎门大桥	121,747	88,507	70,251
	广州西二环高速	73,237	85,635	110,815
	清连高速	43,477	48,520	53,893
	汕头海湾大桥	26,175	27,520	30,703

注: 1、自 2018 年 5 月起, 湖南长株高速收费车流量统计口径由出入口车流量调整为出入口车流量与贯穿车流量总和, 天津津保高速收费车流量统计口径由 MTC (人工半自动收费) 车流量调整为 MTC (人工半自动收费) 与 ETC (电子不停车收费) 车流量总和, 上述车流量统计口径调整对湖南长株高速及天津津保高速路费收入均没有影响; 至此, 公司经营和投资的各项目收费车流量均按出入口及贯穿车流量 (含 MTC (人工半自动收费) 和 ETC (电子不停车收费)) 口径统计; 2、2020 年 1 月 1 日取消省界收费站, 由于新冠疫情及新系统运行初期不稳定等原因, 公司所在省 (市) 行业主管部门未能提供 2020 年 1-6 月车流量准确数据。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

通行费收入方面, 公司控股路产中汉孝高速、汉蔡高速、随岳南高速、汉鄂高速及大广南高速均位于湖北省, 客运受疫情影响较大; 根据交通运输部下达的通知, 自 2020 年 2 月 17 日零时起至全国收费公路免收车辆通行费, 自 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费 (含收费桥梁和隧道), 免收费政策使得当年通行费收入有所下滑。疫情控制后, 公司通行量恢复情况较好, 下半年通行费收入已恢复至疫情前水平; 但目前全国尚处于常态化防控状态, 不同区域疫情仍有可能出现阶段性反复, 所在区域防控情况将成为通行费稳定性关键, 中诚信国际将对后疫情时代公司路产经营恢复情况保持关注。

**表 13: 2018-2020 年公司控股路产通行费收入 (亿元)**

路段名称	2018	2019	2020
广州北二环高速	11.61	12.17	9.09

**表 14: 公司主要路产客车收费标准 (元/车公里)**

客车类别	核定载人数	广州北二环高速	津雄高速	苍郁高速	随岳南高速	汉孝高速、大广南高速	汉鄂高速	汉蔡高速	尉许高速	长株高速
一类	≤9	0.60	0.55	0.40	0.64	0.55	0.40	0.76	0.45	0.40
二类	10~19	0.90	0.95	0.80	0.96	0.825	0.60	1.14	0.65	0.70
三类	20~39	1.20	1.55	1.20	1.28	1.10	0.80	1.52	0.85	1.00
四类	≥40	1.80	1.75	1.45	1.60	1.375	1.00	1.90	1.00	1.20

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

湖北随岳南高速	6.67	6.88	5.21
河南尉许高速	4.27	4.15	2.89
湖南长株高速	2.48	2.50	2.06
湖北汉孝高速	1.70	1.82	1.53
天津津雄高速	0.96	0.93	0.73
广西苍郁高速	0.78	0.63	0.55
湖北大广南高速	--	0.57	3.40
湖北汉蔡高速	--	0.32	1.79
湖北汉鄂高速	--	0.26	1.47
<b>合计</b>	<b>28.47</b>	<b>30.23</b>	<b>28.72</b>

注: 湖北大广南高速、湖北汉鄂高速和湖北汉蔡高速自 2019 年 11 月 8 日起合并至公司。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

收费标准方面, 2019 年国务院办公厅发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》, 要求修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准, 调整货车通行费计费方式, 自 2020 年 1 月 1 日起, 统一按车 (轴) 型收费。公司路产具体收费标准如下表:



**表 15：公司主要路产货车车（轴）型分类及收费标准（元/车公里）**

货车类别	总轴数 (含悬浮轴)	车长和最大允许总质量	广州北二环高速	津雄高速	苍郁高速	汉鄂高速	大广南高速、随岳南高速、汉孝高速	汉蔡高速	尉许高速	长株高速
1类	2	车长小于6.00m且最大允许总质量小于4,500kg	0.60	0.50	0.40	0.40	0.50	0.60	0.50	0.40
2类	2	车长不小于6.00m或最大允许总质量不小于4,500kg	1.26	0.94	0.89	0.74	0.93	1.10	1.50	0.70
3类	3		1.896	1.51	1.49	1.21	1.53	1.79	1.90	1.14
4类	4		2.25	1.75	1.89	1.76	2.20	2.64	2.20	1.44
5类	5		2.316	1.90	2.19	2.05	2.54	3.10	2.40	1.59
6类	6		2.454	2.00	2.33	2.34	2.87	3.47	2.60	1.73
7轴及以上	-	/	/	/	/	每增加一轴在6类货车基础上加收0.4元	每增加一轴在6类货车基础上加收0.5元	每增加一轴在6类货车基础上加收0.6元	每增加一轴在6类货车基础上加收0.25元	每增加一轴在6类货车基础上加收0.9元

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在养护方面，公司按照“预防为主、防治结合”的方针，建立日常养护标准化流程，增加日常养护投入以拉长大修保养周期，提升道路整个运营期内的总体回报。同时公司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。2018年~2020年，公司养护支出分别为0.77亿元、1.04亿元和1.39亿元。根据公司工程规划，2021年~2023年，公司计划对尉许高速及随岳南高速进行大修，大修计划支出总计5.31亿元，2021~2023年分别计划投资1.74亿元、2.20亿元和1.38亿元。

**近年来，公司金融业务收入和盈利持续增长，同时公司完成了广州证券重组、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产业链布局，公司金融板块实力不断增强；但2020年以来越秀租赁应收融资租赁款不良率有所上升**

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，其余均由子公司广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称“越秀金控”）及其

子公司等负责。

公司融资租赁业务运营主体为广州越秀融资租赁有限公司（以下简称“越秀租赁”），主要开展直接融资租赁（以下简称“直租”）、售后回租（以下简称“回租”）等业务。截至2020年末，越秀租赁注册资本81.44亿港元，公司持股比例70.06%。2021年3月，越秀租赁完成工商变更登记，注册资本增至93.41亿港元，公司持股比例不变。

越秀租赁加强融资租赁平台建设，增强市场开发能力，融资租赁款余额持续增长，截至2020年末为493.72亿元，较上年末增长13.50%。越秀租赁主要采取回租方式开展业务，但近年来加大直租业务开拓力度，截至2020年末直租业务占比8.93%，较上年末上升2.84个百分点。

**表 16：近年来越秀租赁融资租赁款余额情况（亿元，%）**

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直租	5.90	1.68	26.51	6.09	44.11	8.93
回租	344.98	98.32	408.48	93.91	449.61	91.07
<b>合计</b>	<b>350.88</b>	<b>100.00</b>	<b>434.99</b>	<b>100.00</b>	<b>493.72</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

行业分布方面，越秀租赁业务集中于民生工程

业、水的生产和供应业，截至 2020 年末上述行业租赁资产占比合计 71.31%，行业集中度较高。

**表 17：近年来越秀租赁融资租赁投向行业情况（亿元，%）**

行业	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
民生工程业	171.25	48.81	236.66	54.41	289.18	58.57
水的生产和供应业	50.35	14.35	69.65	16.01	62.89	12.74
道路运输业	13.36	3.81	24.65	5.67	22.49	4.56
商务服务业	73.67	20.99	25.23	5.80	17.36	3.52
房地产业	0.00	0.00	6.45	1.48	5.73	1.16
橡胶和塑料制品业	0.48	0.14	4.68	1.08	4.45	0.90
电力、热力生产和供应业	2.99	0.85	1.77	0.41	2.88	0.58
燃气生产和供应业	2.49	0.71	2.59	0.60	1.86	0.38
造纸和纸制品业	2.34	0.67	1.70	0.39	0.78	0.16
其他	33.95	9.67	61.61	14.15	86.10	17.43
<b>合计</b>	<b>350.88</b>	<b>100.00</b>	<b>434.99</b>	<b>100.00</b>	<b>493.72</b>	<b>100.00</b>

注：各行加总与合计数误差系四舍五入所致  
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量方面，2020 年以来，受经济增速放缓等因素影响，越秀租赁资产质量面临一定下行压力，截至 2020 年末，越秀租赁应收融资租赁款不良率为 0.59%，较上年末上升 0.33 个百分点，拨备覆盖率较上年末下降 252.80 个百分点至 239.72%，关注

类应收融资租赁款占比 0.74%，较上年末上升 0.21 个百分点，主要系受 2020 年河南广播电视网络股份有限公司售后回租违约影响，涉及金额 1.69 亿元。中诚信国际将对越秀租赁资产质量变化情况保持持续关注。

**表 18：近年来越秀租赁资产质量情况（亿元，%）**

业务类别	2018		2019		2020	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	350.61	99.53	437.17	99.21	494.14	98.67
关注	0.50	0.14	2.35	0.53	3.71	0.74
次级	0.00	0.00	0.00	0.00	1.46	0.29
可疑	0.00	0.00	0.00	0.00	0.35	0.07
损失	1.15	0.33	1.15	0.26	1.15	0.23
<b>应收融资租赁款净值合计</b>	<b>352.26</b>	<b>100.00</b>	<b>440.67</b>	<b>100.00</b>	<b>500.82</b>	<b>100.00</b>
<b>不良应收融资租赁款</b>	<b>1.15</b>		<b>1.15</b>		<b>2.96</b>	
<b>应收融资租赁款不良率</b>	<b>0.33</b>		<b>0.26</b>		<b>0.59</b>	
<b>不良应收融资租赁款拨备覆盖率</b>	<b>120.00</b>		<b>492.52</b>		<b>239.72</b>	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，越秀租赁总资产和净资产分别为 520.06 亿元和 95.14 亿元；2020 年营业收入和净利润分别为 34.60 亿元和 10.49 亿元。

公司不良资产管理业务运营主体为广州资产，主要业务包括广东省内金融企业不良资产批量收购处置、重组重整、投资与咨询等。截至 2020 年末，广州资产注册资本 43.70 亿元，公司直接和间接持股比例合计 64.90%。2021 年 3 月，广州资产完成工商变更登记，注册资本增至 53.76 亿元，公司持

股比例上升至 71.08%。

成立以来，广州资产与广东省内各银行、四大资产管理公司、保险公司等金融机构开展不良资产收购业务，截至 2020 年末累计收购金融机构不良债权原账面价值本息合计 1,637.11 亿元，收购成本合计 371.00 亿元，累计回收现金 177.02 亿元。广州资产不良资产管理规模在省内排名前列，抵质押物主要为粤港澳大湾区的土地、房产等具有较强升值和保值能力的资产。

**表 19：近年来广州资产金融机构不良资产业务情况**  
 (亿元)

	2018	2019	2020
当期收购不良资产原值	524.22	442.43	576.34
当期收购成本	141.38	91.49	88.42
累计收购不良资产原值	618.34	1,060.77	1,637.11
累计收购成本	191.09	282.58	371.00
当期处置金额	144.84	352.57	318.21
累计处置金额	148.79	501.36	819.57
当期处置部分购入成本	56.24	69.07	62.84
当期不良资产回收现金	45.17	61.42	63.61
累计回收现金	52.00	113.41	177.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

广州资产抓住特殊投资机遇，针对发展前景好，但由于内外部原因导致债务人出现短期资金流动性困难的非金融机构不良债权进行收购，处置方式以债务重组为主。广州资产原始债务人进行利率、期限等条款的重新设定，收取资金占用费，帮助企业解决短期流动性困难。此类业务抵质押物价值均较为充足，大部分抵质押物为大湾区地区的土地、房产等，得益于大湾区良好的市场环境，广州资产非金融类不良债权风险可控。截至 2020 年末，广州资产累计收购非金融债权原值 55.93 亿元，累计收购成本 51.12 亿元，累计回收现金 38.96 亿元。

**表 20：近年来广州资产非金融机构不良资产业务情况**  
 (亿元)

	2018	2019	2020
当期收购非金融债权原值	23.86	13.96	7.32
累计收购非金融债权原值	34.66	48.61	55.93
当期收购成本	23.79	13.20	3.32
累计收购成本	34.59	47.80	51.12
当期回收现金	14.61	13.09	11.26
累计回收现金	14.62	27.70	38.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资业务方面，广州资产目前以固定收益类投资为主。从项目来源上来看，广州资产投资业务主要来源于已经收购的不良资产后续债务重组盘活，同时依托于广州资产内部或股东的业务协同以及其他机构的项目资源共享与合作。截至 2020 年末，广州资产投资业务账面余额 45.02 亿元，以固定收益类投资为主，亦贡献一定投资收益。

截至 2020 年末，广州资产总资产和净资产分

别为 346.37 亿元和 59.90 亿元；2020 年营业收入和净利润分别为 19.83 亿元和 7.02 亿元。

公司投资管理业务运营主体为越秀产业基金和越秀金控资本，主要业务包括私募基金管理、母基金投资、夹层投资、股权投资、ABS 投资等业务。

越秀产业基金目前已形成以股权投资、夹层投资、母基金投资为主，以量化投资为辅的业务布局。其主要收入来源于基金管理费、业绩提成和项目退出收益。截至 2020 年末，越秀产业基金注册资本 1.00 亿元，公司持股比例 90.00%。面对市场募资普遍较难的大环境，2020 年以来越秀产业基金加强资金募集，实现人保越秀大湾区夹层基金 30 亿元签约，首期落地规模 21 亿元。截至 2020 年末，越秀产业基金在管基金规模 265.78 亿元，较上年末增长 10.28%，其中股权投资基金、夹层投资基金和母基金规模分别为 88.98 亿元、104.66 亿元和 72.14 亿元。2020 年管理基金完成投资规模 83.34 亿元。越秀产业基金持续布局新药研发、人工智能、智能制造等领域，夹层业务稳步推进，量化投资基金管理规模亦有所提升。截至 2020 年末，越秀产业基金总资产和净资产分别为 8.44 亿元和 4.67 亿元；2020 年营业收入和净利润分别为 2.09 亿元和 0.94 亿元。

**表 21：近年来越秀产业基金在管基金情况 (亿元)**

	2019	2020
股权投资基金	49.00	88.98
夹层投资基金	138.00	104.66
母基金	50.00	72.14
其他	4.00	0.00
<b>合计</b>	<b>241.00</b>	<b>265.78</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

越秀金控资本为公司主要的自有资金投资平台，截至 2020 年末注册资本为 50.00 亿元，公司直接持股比例为 60.00%。越秀金控资本已确立作为粤港澳大湾区领先的投资管理平台的发展战略，开展新兴产业股权投资、夹层投资、证券投资及特殊机会投资等业务。2020 年，越秀金控资本投资项目 76 个，完成投放 51.09 亿元，投资类型主要涵盖固定收益类型投资、权益类投资及特殊机会类型投资。

固定收益类主要投资于 ABS 次级、不良资产债权及夹层基金。权益资产主要依托越秀产业基金、中信证券等平台，投资于私募基金。特殊机会投资主要围绕上市公司相关的投资机会进行投资。总体看来，越秀金控资本主要聚焦协同，整合资源，以资本运作专业优势、自有资金优势全面协同公司各业务板块发展。截至 2020 年末，越秀金控资本总资产和净资产分别为 55.05 亿元和 51.66 亿元；2020 年营业收入和净利润分别为 0.92 亿元和 1.15 亿元。

公司期货业务主要由广州期货及其子公司广期资本管理(上海)有限公司(以下简称“广期资本”)等负责运营。广期资本根据中期协的备案业务，与客户开展仓单服务、基差贸易、合作套保和场外衍生品业务。截至 2020 年末，广州期货注册资本 5.50 亿元，公司直接和间接持股比例合计 100.00%。

截至 2020 年末，广州期货共设立 6 家分公司和 17 家营业部。2020 年，广州期货经纪业务代理成交额 1.94 万亿元，同比减少 2.60%。截至 2020 年末，广州期货总资产和所有者权益分别为 39.85 亿元和 7.21 亿元；2020 年营业收入和净利润分别为 38.43 亿元和 752 万元。

2020 年，广期资本实现仓单业务收入 37.24 亿元，同比增长 17.40%，主要系基差贸易、仓单服务等业务模式逐步稳定、成熟，贸易对手不断增加，同时期货交易所开通仓单平台后仓单流转速度大幅加快，使得贸易量大幅提升所致。期货业务成为公司营业收入主要来源之一，但由于毛利率不高，对公司未来利润贡献情况尚待观察。

2020 年 1 月，公司先后完成广州期货和金鹰基金管理有限公司（以下简称“金鹰基金”）的股权回购，广州证券完成股权变更并正式更名为中信证券华南股份有限公司，股权交割工作完成；3 月 11 日，中信证券完成股份增发，按照发行价 16.62 元/股计算，公司取得中信证券增发股份 809,867,629 股，占其总股本的 6.26%，成为中信证券第二大股东。根据公司相关公告，截至 2020 年 1 月 30 日，广州证券归母净资产为 101.55 亿元，考虑补足企业所得税

后，越秀金控和广州越秀金融控股集团有限公司合计需以现金方式向广州证券补偿 13.94 亿元，上述补偿款已于 2020 年 3 月支付。重大资产出售项目实施完毕标志公司战略转型顺利完成，公司证券业务资产的重组优化将有利于聚焦核心金融业务，借助头部券商平台资源优势，进一步深化与中信证券在投融资、资产管理和资本运营等方面的协同合作。上述交易中公司实现投资收益 32.78 亿元，同时，作为战略投资者，2020 年公司确认中信证券的投资收益 7.62 亿元。公司未来将获得持有中信证券股份带来的投资收益，丰富利润来源。

### **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 年以来实现快速发展，未来随着业务的逐步拓展，有望成为公司新的利润增长点；关注越秀风行食品参与辉山乳业系列企业重整进展及辉山乳业经营状况**

2018 年，公司收购越秀风行食品 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。

截至 2021 年 3 月末，越秀风行食品的注册资本和实收资本均为 3.48 亿元；越秀风行食品总资产 126.80 亿元，净资产 83.65 亿元。2019~2020 年及 2021 年 1~3 月，越秀风行食品分别实现营业收入 35.36 亿元、52.73 亿元和 19.08 亿元；净利润分别为 6.30 亿元、1.13 亿元和 0.36 亿元。其中，2020 年，越秀风行食品商贸流通、乳业和畜牧养殖收入分别为 38.25 亿元、7.86 亿元、3.45 亿元，占当期收入比例分别为 72.54%、14.92%和 6.54%。

畜牧养殖方面，公司目前拥有 2 个保种育种鸡场、1 个蛋鸡场及 3 个生猪养殖场。同时，公司计划在花都、南沙、贵州等地建设生猪养殖、饲料基地，预计总投资 48.82 亿元。



**表 22：截至 2021 年 3 月末公司已成立养殖公司/建成养殖场**

项目（公司）	主要养殖品种	设计年产能
增城黄塘基地	鸡	5 万羽
从化民乐基地	鸡	0.4 万羽
广州穗屏企业有限公司从化种鸡场	蛋鸡	3,615 吨
广州市良种猪场	生猪	/
广州市广良畜牧有限公司	生猪	/
贵州风行农牧科技有限公司（贵州平台公司）	购销生猪，无养殖	/
毕节市汇兴畜牧养殖有限公司	仔猪、大猪	3 万头
贵州风行马干山畜牧有限公司	仔猪	35 万头
贵州风行岔河畜牧有限公司	大猪	9 万头
广东省茂名市电白种猪场	大猪	5.4 万头

注：贵州风行马干山畜牧有限公司、贵州风行岔河畜牧有限公司、广东省茂名市电白种猪场项目目前已竣工，但仍处于引种阶段，未投入运营。  
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

乳制品加工与销售方面，公司目前有三个现代

化奶牛养殖场、两个乳制品加工基地，年加工产能 10 万吨，主要产品包括利乐、巴氏、炼奶和生鲜乳等，主要销往广东、河北区域。

2020 年 9 月，越秀风行食品与辽宁辉山乳业集团有限公司（以下简称“辉山乳业”）等八十三家公司签订《辽宁辉山乳业集团有限公司系列企业重整案重整投资框架协议》，根据协议，越秀风行食品作为重组方与其他债权人共同出资成立一新公司作为辉山乳业系列企业的全资母公司参与重整，重整计划获得法院裁定批准后，公司将在 2021 年 9 月 30 日前分三期出资 20.00 亿元占有新公司股权 67.00%，其他债权人作价出资 9.85 亿元占有新公司股权 33.00%。截至 2020 年末，辉山乳业奶牛存栏量 12.17 万头，产品及市场较成熟，预计并表后将对公司食品板块收入带来一定提升。

**表 23：截至 2021 年 3 月末公司食品板块在建拟建项目（亿元）**

项目名称	在建/拟建	建设内容/地点	预计建设周期	建成后新增年产能	总投资	已投资
花都军田生猪养殖项目	在建	花都区狮岭镇军田村红崩岗水库附近建设年出栏 30 万头生猪养殖基地	2020 年 7 月~2021 年 6 月	30 万头生猪	11.94	0.90
东源石岗项目	在建	于河源市东源县石岗村建设年出栏 35 万头生猪养殖基地	2020 年 12 月~2021 年 12 月	35 万头生猪	3.20	0.15
东源下欧庄岗项目	拟建	河源市东源县	/	/	6.28	0.73
东源下欧木眉项目	拟建	河源市东源县	/	/	6.28	0.74
南沙项目	在建	广西扬翔、南沙农业集团三方合作于南沙区建设的年出栏 30 万头生猪养殖基地，公司参股 29%	2020 年 7 月~2021 年 6 月	30 万头生猪	1.74	0.87
大方饲料厂新建项目	拟建	贵州省毕节市	/	13 万吨饲料	0.85	0.11
小吉场猪场新建项目	在建	贵州省毕节市七星关区小吉场镇新建村	2020 年 9 月~2021 年 6 月	/	1.39	0.05
新房乡猪场新建项目	在建	贵州省毕节市纳雍县新房乡水沟村	2020 年 9 月~2021 年 6 月	/	1.76	0.06
赫章猪场新建项目	在建	贵州省毕节市赫章县珠市乡兴营村	2020 年 9 月~2021 年 6 月	27 万头仔猪、大猪	7.04	0.20
大方县兴隆乡项目	拟建	贵州省毕节市	/	10 万头大猪	1.00	0.00
黔南州惠水县项目	拟建	贵州省黔南州惠水县	/	/	2.87	0.06
郴州嘉禾县项目	拟建	湖南省郴州市嘉禾县	/	/	2.72	0.04
贵州风行纳新畜牧有限公司	在建	贵州纳雍新房地块	2021 年 6 月~12 月	9 万头	1.76	0.06
长城乳业新增生产线项目	拟建	新增常温生产线项目	/	8500 吨	0.14	-



项目名称	在建/拟建	建设内容/地点	预计建设周期	建成后新增年产能	总投资	已投资
增城石滩生产研发基地一期项目	在建	常温奶生产线建设	2021年12月建成	常温奶3150吨/月，炼奶740吨/月	5.60	2.84
<b>合计</b>					<b>54.56</b>	<b>6.84</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商贸流通方面，2019年、2020年及2021年1~3月分别实现收入20.68亿元、38.25亿元和7.33亿元。此外，公司正在推进冷链物流项目、粤港澳大湾区菜篮子项目。

未来公司食品板块将逐步打造以乳业、畜牧养殖、食品加工为主，生鲜、商贸和冷链运输为辅的“3+3”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。

**其他板块收入规模相对较小，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、咨询等。2020年及2021年1~3月，公司其他业务合计分别为19.64亿元和7.55亿元，规模相对较小。

公司造纸业务主要由子公司广纸集团运作，广纸集团主要从事新闻纸和其他新产品纸的产销业务。2018~2020年，造纸业务收入分别为27.49亿元、20.42亿元和17.92亿元。

百货业务方面，2019年3月28日，广州市市场监督管理局发出《准予变更登记(备案)通知书》，决定准予广州友谊的股东由越秀金控变更为广州市广商资本管理有限公司(以下简称“广商资本”)，并于当日完成工商变更，自此，公司不再产生百货收入。根据广东联信资产评估土地房地产估价有限公司于2019年2月出具的《广州越秀金融控股集团股份有限公司拟向广州百货企业集团有限公司(或其设立/控制的其他合法主体)出售广州友谊集团有限公司100%股权事宜所涉及广州友谊集团有限公司股东全部权益价值资产评估报告》，以2018年11月30日作为评估基准日，广州友谊的净资产

账面价值为23.72亿元，股东全部权益价值为38.32亿元，评估增值14.60亿元，增值率为61.52%。越秀金控出售广州友谊交易共计回笼现金38.32亿元。

2018年12月27日，广州百越信有限公司(以下简称“百越信”)出资人由广州百货企业集团有限公司变更为公司。百越信成立于2018年12月14日，截至2021年3月末，注册资本和实收资本均为19.00亿元，公司持有其100%股权。百越信经营范围主要包括贸易咨询服务、投资咨询服务、物业管理、房地产开发经营和商品零售贸易等。

## 战略规划及管理

**公司确立了以金融、房地产、交通基建、食品为核心，同时发展造纸等传统产业的“4+X”的发展战略**

未来，越秀集团的发展主线是“夯基础、提质量、促发展”，核心产业要踏实完成“资源获取型”向“产业经营型”的转变，树立以客户为中心的经营理念，构建可持续、差异化的商业模式，着力打造产品与服务竞争力，通过体制机制创新与管理优化升级完成向现代卓越企业的嬗变。倚重内生增长，把握外延扩张机会，通过有效的资源整合与资本运作，积极寻求跨越式发展。产业架构方面，确立了以金融、房地产、交通基建、食品为核心产业，包括造纸等传统产业在内的“4+X”现代产业体系，做稳做强做大金融、做强做优地产、稳定发展交通，将集团打造为产融结合、创新驱动、具有强大投融资能力和核心竞争力的国际化企业集团。

产业发展战略方面，支持集团产业结构升级转型，继续加强对金融板块的投资力度，对于交通基建、房地产板块的投资根据战略与融资铺排情况有序进行；在产业结构上，更加聚焦主业：将金融板块作为集团资产规模及利润贡献的主体；房地产板

块发展模式由规模扩张转向效益挖潜；交通基建板块平衡投资与效益，确保稳定发展；其他板块资产经营质量优化提升；在产业布局上，聚焦大城市群，以珠三角为立足点，同时拓展长三角、环渤海和中部重点城市区域。

### 公司法人治理结构较完善，风险管理制度和财务管理制度健全，且各项制度实施情况较好，公司管理水平较高

公司按照现代企业制度建立了明晰的产权关系和法人治理结构。公司设有董事会，对重大决策和日常工作实施管理及控制。董事会下设公司的经营班子，负责公司的日常经营事宜。具体部门设置方面，公司设有办公室、党委工作部、人力资源部、发展部、管理部、财务部、资本经营部、审计部、法律合规与风险管理部、纪检监察部、安全保卫监督部、工会、信息中心和客户资源管理与协同部等职能部门，各部门职责明晰。公司现有职能部门的设置基本适应当前的经营发展需要。

管理制度建设方面，公司根据《公司法》等法律法规的相关要求，结合其业务经营情况，建立了较为完善的内部控制及管理制度。风险管理方面，公司秉承全员参与风险管理的理念，搭建了较完整的风控体系。财务管理方面，公司实行本部和各业务板块经营主体分权管理的方式，具体而言，公司本部负责制定年度的发展规划、相应的资金计划，以及对应的考核标准，各业务板块经营主体在各自的职权范围内，具有一定的自主权。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师

表 24：近年来公司收入和毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产板块	265.30	32.87	384.77	35.64	462.69	27.80	67.79	25.78
交通基建板块	28.77	72.74	35.58	66.71	29.20	56.25	9.31	64.69
金融板块	72.97	83.20	101.85	68.82	132.12	45.86	33.24	56.79
食品板块	-	-	35.36	15.66	52.95	9.37	19.13	13.44

事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2018~2020年的审计报告及未经审计的2021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。2019年财务数据为2020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。

## 盈利能力

### 公司业务多元化发展，房地产板块、金融板块和食品板块收入规模持续增长且保持较好盈利能力，2020年新冠肺炎疫情冲击使得公司控股及参股路产盈利下滑较多但目前恢复情况较好，公司整体盈利能力很强

近年来，公司营业总收入持续增长，其中房地产和金融板块占比较高且保持稳定增长。受益于房地产销售价格增长，近年来房地产板块盈利能力相对稳定，2020年因销售入账区域结构变动略有下降；受2020年广州证券不再并表影响，越秀金控金融板块中手续费及佣金收入大幅减少，但融资租赁业务及不良资产管理业务发展以及期货仓单业务的增加产生的利息收入和其他业务收入削减了前述影响。交通基建板块近年来运营较为稳定，但新冠肺炎疫情冲击对高速公路经营产生短期不利影响，控股及参股路产盈利下滑明显，使得2020年公司交通基建板块收入增长受挫、毛利下滑，但疫情防控取得积极进展以来公司高速公路经营恢复较好。2019年以来公司食品板块收入规模快速增长，但毛利率相对较低；其他板块收入占比相对较低，但其中广纸集团造纸业务在新闻纸行业市场竞争力较强，但近年来收入规模持续下滑。

其他业务	81.16	27.31	28.45	27.58	19.64	46.09	7.55	24.83
<b>合计/综合</b>	<b>448.21</b>	<b>42.62</b>	<b>586.01</b>	<b>41.70</b>	<b>696.59</b>	<b>31.53</b>	<b>137.03</b>	<b>34.17</b>

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，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司期间费用分别为 116.69 亿元、112.99 亿元、93.52 亿元和 17.30 亿元，期间费用占比分别为 26.03%、19.28%、13.43%和 12.62%，费用控制有所增强。公司期间费用主要为管理费用、财务费用和销售费用。2020 年，公司管理费用为 52.28 亿元，呈先增后减态势；财务费用方面，受益于利息收入持续增长，当年财务费用下降至 23.32 亿元；销售费用主要系房地产、造纸等板块的销售费用，为 16.35 亿元，略有增长。

表 25：近年来公司期间费用情况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	14.03	15.20	16.35	3.28
管理费用	53.94	58.81	52.28	12.23
财务费用	46.85	37.01	23.32	1.49
研发费用	1.86	1.97	1.56	0.30
期间费用合计	116.69	112.99	93.52	17.30
营业总收入	448.21	586.01	696.59	137.03
期间费用占比	26.03	19.28	13.43	12.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受益于近年来各板块经营性业务持续增加，广州友谊出售、广州证券股权出售及按权益法核算中信证券股权确认的投资收益等事项，公司利润总额持续增加。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司利润总额分别为 77.97 亿元、118.29 亿元、152.85 亿元和 29.05 亿元。同期，经营性业务利润分别为 49.68 亿元、86.14 亿元、93.07 亿元和 24.72 亿元；投资收益分别为 23.34 亿元、32.40 亿元、57.00 亿元和 5.48 亿元，2020 年增长较快即受益于前述广州证券股权出售及按权益法核算中信证券股权确认的投资收益。

从母公司口径来看，母公司营业总收入主要系担保费收入，整体规模较小。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，母公司营业总收入分别为 0.30 亿元、

0.31 亿元、0.34 亿元和 0.10 亿元。同期，母公司利润总额分别为-9.29 亿元、8.59 亿元、14.53 亿元和 2.88 亿元，利润总额主要来源于越秀金控和香港越企的股利分配，2019 年及 2020 年利润总额大幅增长主要系母公司财务费用大幅下降且子公司股利分配增加所致。

## 资产质量

**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，资产规模呈现持续增长态势。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，资产总额分别为 5,174.61 亿元、6,320.97 亿元、6,754.61 亿元和 7,177.11 亿元。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 4,333.78 亿元、5,206.18 亿元、5,463.86 亿元和 5,838.37 亿元。自有资本方面，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，所有者权益合计分别为 840.84 亿元、1,114.79 亿元、1,290.75 亿元和 1,338.74 亿元，其中，2019 年末增幅较大主要系 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，2020 年末及 2021 年 3 月末所有者权益进一步增加主要系利润累积、少数股东权益增加及新增发行 45 亿元永续债券所致。截至 2020 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，分别为 797.47 亿元、186.99 亿元和 144.90 亿元。此外，截至 2020 年末，公司资本公积为 40.50 亿元，2019 年公司实施股份制改制，资本公积大幅下降，2020 年越秀金控出售剥离广州期货、金鹰基金股权后的广州证券股权，资本公积有所提升；实



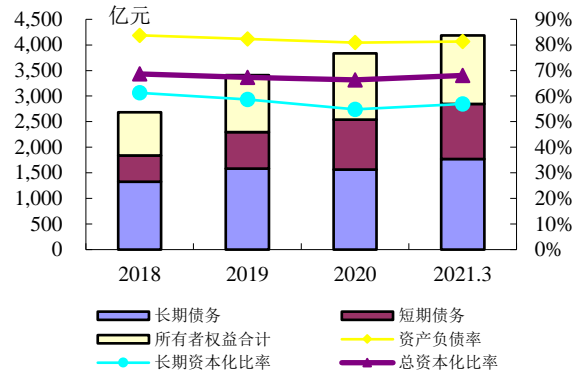
收资本 112.69 亿元，系股东注资。

资本结构方面，随着公司业务规模的发展，公司债务规模快速增长。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司总债务分别为 1,840.93 亿元、2,293.75 亿元、2,542.69 亿元和 2,846.49 亿元。公司债务主要由长期借款、应付债券、一年内到期非流动负债和短期借款等构成。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长期借款分别为 636.27 亿元、830.08 亿元、855.73 亿元和 994.26 亿元，应付债券分别为 675.50 亿元、717.41 亿元、611.08 亿元和 697.40 亿元。截至 2020 年末，公司合并口径总债务中越秀金控、越秀交通和越秀地产总债务分别约为 812.90 亿元、177.01 亿元和 778.58 亿元。

同期末，公司短期债务/长期债务分别为 0.38 倍、0.45 倍、0.62 倍和 0.61 倍，短期债务占比有所攀升，期限结构有待优化。截至 2021 年 3 月末，公司短期债务为 1,152.23 亿元，主要由短期借款、一年内到期的长期借款及一年内到期的应付债券等构成。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 209.12 亿元、303.93 亿元、477.69 亿元和 513.17 亿元，短期借款分别为 177.12 亿元、218.24 亿元、323.54 亿元和 387.16 亿元，呈增长态势。截至 2020 年末，公司合并口径短期债务中越秀金控、越秀交通和越秀地产短期债务分别约为 358.62 亿元、28.86 亿元和 260.28 亿元。

财务杠杆方面，受益于净资产的增加，公司财务杠杆率小幅下降，但依然维持高位。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司资产负债率分别为 83.75%、82.36%、80.89%和 81.35%；同期末，总资本化比率分别为 68.65%、67.29%、66.33%和 68.01%。

图 5：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量方面，公司近年来维持了流动资产和非流动资产相当的资产结构，其中 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动资产分别为 2,858.69 亿元、3,426.25 亿元、3,523.74 亿元和 3,754.72 亿元，分别占当期资产总额的 55.24%、54.20%、52.17%和 52.32%，主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款和存货构成。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司货币资金分别为 540.84 亿元、561.11 亿元、644.49 亿元和 848.93 亿元，主要为银行存款，该部分资产的流动性良好，其中 2020 年末因用作担保、质押、保证金而受限的资产为 18.53 亿元，占同期货币资金比重为 2.88%；同期末，交易性金融资产分别为 331.35 亿元、277.98 亿元、323.03 亿元和 345.99 亿元，主要系不良资产包；同期末，其他应收款分别为 306.93 亿元、315.04 亿元、319.24 亿元和 397.20 亿元，主要系往来款；同期末，存货分别为 1,030.20 亿元、1,520.03 亿元、1,596.12 亿元和 1,516.72 亿元，2019 年增长幅度较大，主要系地产板块的土地和在建物业增加所致。

非流动资产方面，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司非流动资产分别为 2,315.92 亿元、2,894.72 亿元、3,230.87 亿元和 3,422.39 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，随着银行业务的开展，发放贷款及垫款逐年增长，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，发放贷款及垫款分别为 876.33 亿元、1,045.90 亿元、1,193.01 亿元和 1,251.00 亿元。同期末，其



他债权投资分别为 409.50 亿元、530.94 亿元、427.68 亿元和 412.47 亿元，主要系债务证券和外汇基金票据。同期末，无形资产分别为 193.56 亿元、367.99 亿元、360.87 亿元和 384.36 亿元，其中 2019 年增加的主要系高速公路经营权。同期末，长期应收款分别为 316.76 亿元、359.73 亿元、350.86 亿元和 364.00 亿元，主要系融资租赁款。

**表 26：近年来公司主要资产情况（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	745.51	561.11	644.49	848.93
交易性金融资产	331.35	277.98	323.03	345.99
其他应收款	306.93	312.62	319.24	397.20
存货	1,030.20	1,520.03	1,596.12	1,516.72
发放贷款及垫款	876.33	1,045.90	1,193.01	1,251.00
其他债权投资	409.50	530.94	427.68	412.47
无形资产	193.56	367.99	360.87	384.36
长期应收款	316.76	359.73	350.86	364.00
<b>总资产</b>	<b>5,174.61</b>	<b>6,320.97</b>	<b>6,754.61</b>	<b>7,177.11</b>

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

**表 27：近年来公司主要负债情况（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
吸收存款及同业存放	1,273.91	1,467.68	1,558.90	1,611.72
其他应付款	310.67	355.92	187.19	140.56
一年内到期的非流动负债	209.12	303.93	477.69	513.17
短期借款	177.12	218.24	323.54	387.16
长期借款	636.27	830.08	855.73	994.26
应付债券	675.50	717.41	611.08	697.40
<b>总负债</b>	<b>4,333.78</b>	<b>5,206.18</b>	<b>5,463.86</b>	<b>5,838.37</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司总资产规模分别为 714.29 亿元、715.35 亿元、778.90 亿元和 893.66 亿元，持续增长。母公司资产仍然保持流动资产和非流动资产相当的结构。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司非流动资产分别为 355.46 亿元、362.93 亿元、373.49 亿元和 359.15 亿元，以对子公司广州越企、香港越企、越秀金控等的长期股权投资为主，截至 2021 年 3 月末长期股权投资占非流动资产比例为 93.13%。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司流动资产分别为 358.84 亿元、352.42 亿元、405.41 亿元和 534.52 亿元，以其他应收款为主，截至 2021

年 3 月末其他应收款占流动资产比例为 79.26%。负债方面，母公司总体负债规模先降后升，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司负债规模分别为 544.30 亿元、449.64 亿元、511.03 亿元和 621.91 亿元。非流动负债比重有所增加，截至 2021 年 3 月末，母公司非流动负债占比 51.95%。母公司非流动负债主要系应付债券，截至 2021 年 3 月末应付债券为 264.56 亿元，占非流动负债 81.88%。母公司流动负债方面主要系短期借款、其他应付款和其他流动负债，2021 年 3 月末三者合计占比为 89.96%。所有者权益方面，受益于 2019 年发行 100 亿元优先股，当年母公司所有者权益增幅较大。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，所有者权益分别为 169.99 亿元、265.71 亿元、267.87 亿元和 271.75 亿元，主要系实收资本和其他权益工具，截至 2021 年 3 月末分别为 112.69 亿元和 144.90 亿元。

财务杠杆率方面，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 76.20%、62.86%、65.61%和 69.59%；总资本化率分别为 64.50%、57.08%、64.49%和 68.00%。同期末，母公司总债务分别为 308.88 亿元、353.31 亿元、486.51 亿元和 577.44 亿元。从债务结构来看，同期末，母公司短期债务/长期债务分别为 0.42 倍、0.80 倍、1.30 倍和 0.79 倍。

## 现金流及偿债能力

**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，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 111.33 亿元、262.43 亿元、116.74 亿元和 59.75 亿元，2019 年受益于房地产业务和金融业务持续发展，当期公司经营活动净现金流大幅增长。2020 年，经营活动净现金流/利息支出为 1.60 倍，经营性活动现金流对债务利息保障能力较强。2018~2020 年及 2021 年 1~3

月，公司投资活动净现金流分别为-176.45 亿元、-270.65 亿元、-240.19 亿元和-72.06 亿元，投资活动净现金流持续为负主要系各板块对外投资增加、业务规模扩张所致。同期，公司筹资活动净现金流分别为 211.93 亿元、63.12 亿元、71.92 亿元和 269.83 亿元，为平衡各板块投资需求，筹资活动净现金流持续为正。

公司 EBITDA 主要由利息支出及利润总额构成。受益于利润总额的增加，近年来公司 EBITDA 持续增长，2018~2020 年 EBITDA 分别为 141.18 亿元、179.75 亿元和 208.63 亿元。从 EBITDA 对债务利息保障程度来看，2018~2020 年末，总债务/EBITDA 指标分别为 13.04 倍、12.76 倍和 12.19 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.02 倍、2.30 倍和 2.86 倍，EBITDA 对债务本息的保障有所增强。

**表 28：近年来公司主要偿债能力指标（亿元、X）**

项目	2018	2019	2020	2021.3
总债务	1,840.92	2,293.75	2,542.69	2,846.49
EBITDA	141.18	179.75	208.63	-
总债务/EBITDA	13.04	12.76	12.19	-
EBITDA 利息倍数	2.02	2.30	2.86	-
经营活动净现金流	111.33	262.43	116.74	59.75
投资活动净现金流	-176.45	-270.65	-240.19	-72.06
筹资活动净现金流	211.93	63.12	71.92	269.83
经营净现金流/总债务	0.06	0.11	0.05	-
经营净现金流/利息支出	1.59	3.36	1.60	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从母公司口径来看，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月母公司经营活动净现金流分别为-47.55 亿元、13.44 亿元、-36.52 亿元和-4.49 亿元。2018~2020 年，母公司 EBITDA 分别为 6.60 亿元、24.40 亿元和 14.53。偿债能力方面，2018~2020 年末，总债务/EBITDA 分别为 46.77 倍、14.48 倍和 33.48 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.42 倍、1.54 倍和 0.96 倍，EBITDA 对利息的保障能力有所提升。

## 公司备用流动性充足，对外担保规模很小，受限资产比例不高

到期债务方面，截至 2021 年 3 月末，公司合并范围 2021 年 4~12 月、2022 年、2023 年、2024 年、2025 年及以后到期债务余额分别为 886.60 亿元、682.28 亿元、622.92 亿元、202.38 亿元及 434.46 亿元，短期存在一定的偿债压力。截至 2021 年 3 月末，母公司 2021 年 4~12 月、2022 年、2023 年、2024 年、2025 年及以后到期债务余额分别为 212.52 亿元、68.73 亿元、166.14 亿元、41.00 亿元及 89.05 亿元，短期存在一定的偿债压力。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 815.47 亿元，占总资产的比重为 11.36%。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 13.00 亿元，占净资产的比重为 1.01%，主要系对关联企业广州绿嶸房地产开发有限公司和广州碧臻房地产开发有限公司等提供的担保。

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为人民币 4,461.73 亿元（含境外银行折算），其中尚未使用额度为 2,953.79 亿元，充足的银行授信能够为公司提供较强的备用流动性支持。

或有事项方面，截至 2020 年 12 月 31 日，公司涉及尚未了结且标的金额 5,000.00 万元以上的诉讼或仲裁 4 宗，均系下属子公司业务所致；此外，根据公司提供的说明，子公司广州资产管理有限公司因涉及不良资产的批量转让等业务，存在主营业务直接导致的诉讼或仲裁，该等诉讼或仲裁的判决或裁决结果所涉的权利与义务均由广州资产管理有限公司承担。中诚信国际将对上述事件进展及对公司运营可能产生的影响保持关注。

**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 5 月 28 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。

## 外部支持

### 强大的股东背景和政府支持对公司信用水平形成强有力支撑

作为广州地区资产规模最大的国有集团企业之一，公司在资产划转、资金注入等方面获得了广州市相关部门的大力支持。

资产及资本金注入方面，2014年和2015年，根据广州市国资委关于增加公司资本金的相关批复文件，分别将公司于2014年6月30日及2015年12月29日收到的广州市财政局拨付的40.00亿元和10.83亿元资金用于增加资本金。2016年及2017年8月，广州市国资委分别将越秀金控12.56%及41.69%的股权划转至公司，增加资本公积。2018年，根据穗国资[2018]139号文件和穗国资[2018]37号文件，广州市国资委分别将其持有的百越信100%国有股权和越秀风行食品100%国有股权无偿划拨至公司，分别增加资本公积19.00亿元和14.60亿元，公司资本实力不断夯实。

资金补助方面，2018~2020年，公司分别获得政府补助0.85亿元、1.83亿元和2.82亿元，政府补贴持续增加，主要包括企业研究开发省级补助、产业发展项目补贴、招商专项奖励、税费返还、外经贸发展专项资金等。

## 评级结论

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；评定“广州越秀集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（品种一）”的债项信用等级为**AAA**，“广州越秀集团股份有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（品种二）”的债项信用等级为**AAA**。

## 中诚信国际关于广州越秀集团股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等要素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

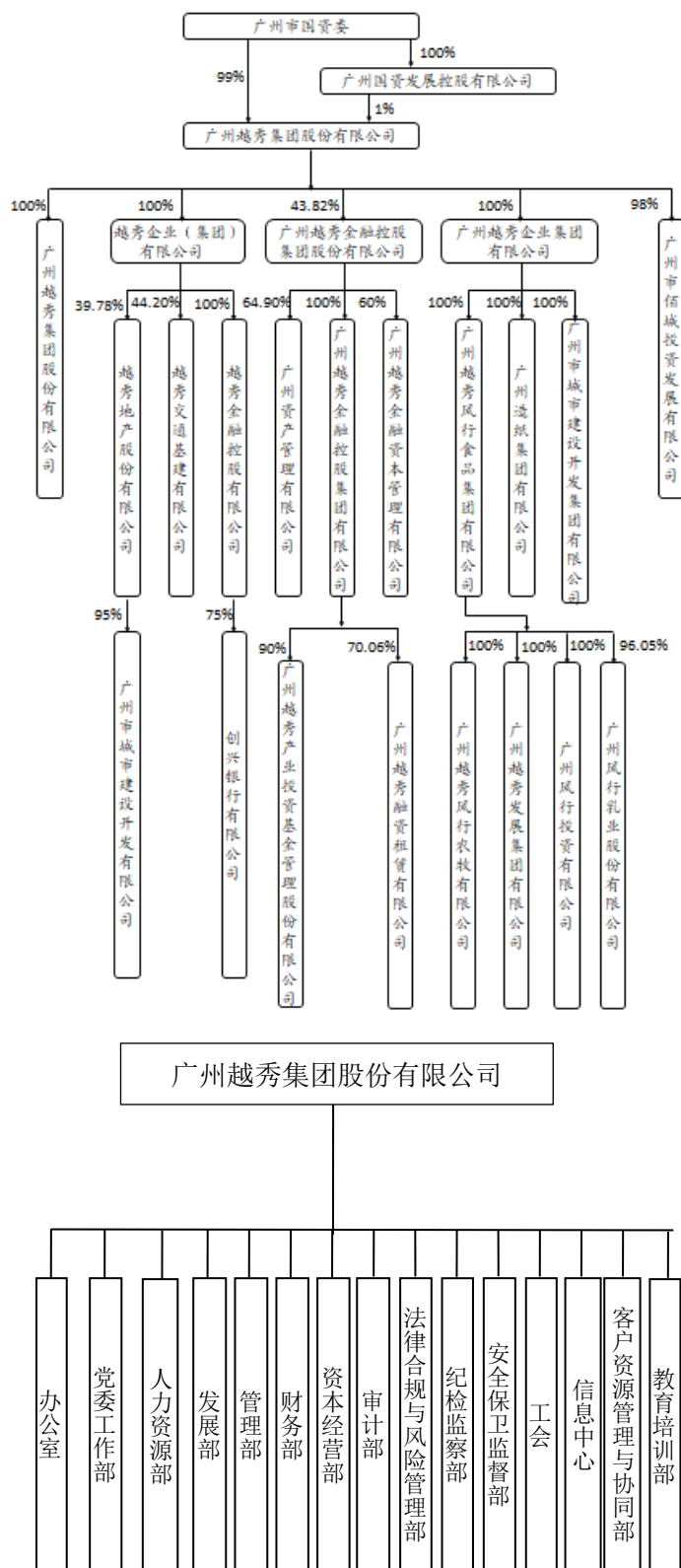
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 7 月 8 日



### 附一：广州越秀集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：广州越秀集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	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 2018~2020 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、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

### 附三：广州越秀集团股份有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	209,347.54	721,177.91	1,086,657.37	930,070.27
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	350,000.00	0.00	178,407.41
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	3,314,364.48	2,413,385.09	2,927,738.82	4,236,656.28
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	85,703.88	153,703.88	159,656.56	0.00
长期股权投资	3,237,619.69	3,244,412.33	3,344,003.88	3,344,603.88
固定资产	33.87	12.16	10.84	10.84
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	7,142,912.60	7,153,522.51	7,788,971.39	8,936,638.15
其他应付款	2,350,834.28	961,098.20	663,438.09	854,105.04
短期债务	916,559.15	1,568,374.88	2,754,286.74	2,544,735.92
长期债务	2,172,262.62	1,964,750.87	2,110,828.28	3,229,627.45
总债务	3,088,821.77	3,533,125.75	4,865,115.03	5,774,363.36
净债务	2,879,474.23	2,811,947.84	3,778,457.66	4,844,293.09
总负债	5,443,003.70	4,496,452.20	5,110,303.81	6,219,130.93
费用化利息支出	158,895.98	158,159.62	0.00	0.00
资本化利息支出	0.00	0.00	151,968.68	46,377.93
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	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,699,908.90	2,657,070.31	2,678,667.58	2,717,507.22
营业总收入	3,036.24	3,079.57	3,389.22	1,032.80
三费前利润	2,833.02	1,872.59	2,273.86	833.38
营业利润	-89,945.10	69,541.76	144,973.53	28,832.24
投资收益	10,857.29	94,587.09	142,100.22	63.00
营业外收入	50.00	16,319.28	400.71	100.00
净利润	-92,907.99	85,860.12	145,326.23	28,832.24
EBIT	65,987.98	244,019.74	145,326.23	28,832.24
EBITDA	66,038.12	244,040.53	145,327.56	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,930,724.11	4,968,238.55	4,281,963.39	770,463.90
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	2,405,474.88	4,823,785.19	4,637,550.72	813,891.44
吸收投资收到的现金	499,391.00	1,100,984.19	0.00	0.00
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动产生现金净流量	-475,483.09	134,403.34	-365,209.54	-44,925.67
投资活动产生现金净流量	-3,924.04	-885,669.12	97,166.97	-951,960.08
筹资活动产生现金净流量	527,340.44	1,328,287.37	633,522.05	838,455.24
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	3,413.28	874.08	-17.69	-2,704.87
总资产收益率(%)	1.02	3.41	1.95	1.38
流动比率(X)	1.10	1.39	1.35	1.79
速动比率(X)	1.10	1.39	1.35	1.79
资产负债率(%)	76.20	62.86	65.61	69.59
总资本化比率(%)	64.50	57.08	64.49	68.00
长短期债务比(X)	0.42	0.80	1.30	0.79
经营活动净现金/总债务(X)	-0.15	0.04	-0.08	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.52	0.09	-0.13	-0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.99	0.85	-2.40	-0.97
总债务/EBITDA(X)	46.77	14.48	33.48	-
EBITDA/短期债务(X)	0.07	0.16	0.05	-
货币资金/短期债务(X)	0.23	0.46	0.39	0.37
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	1.54	0.96	-

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 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及其他应付款中的有息债务调入“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、公司未提供 2021 年一季度现金流量补充表，故相关计算指标失效。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
	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
	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)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入—营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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”。



## 附五：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。