

广州越秀集团股份有限公司公司债 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：邱学友 xyqiu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 27 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本信用评级报告对发行人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》，定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止发行人信用等级，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[2022]跟踪 1581号

广州越秀集团股份有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 广越 01”、“16 广越 02”、“16 广越 03”、“16 广越 04”、“20 广越 01”、“20 广越 02”、“21 广越 01”、“21 广越 02”、“21 广越 03”、“S21 广扶 2”、“21 广越 04”、“21 广越 06”、“21 广越 07”、“21 广越 Y1”、“21 广越 Y2”、“21 广越 08”、“21 广越 09”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“16广越01”、“16广越02”、“16广越03”、“16广越04”、“20广越01”、“20广越02”、“21广越01”、“21广越02”、“21广越03”、“S21广扶2”、“21广越04”、“21广越06”、“21广越07”、“21广越Y1”、“21广越Y2”、“21广越08”、“21广越09”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、业务多元化发展且盈利能力很强、融资渠道进一步拓宽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、疫情散发和常态化管控对公司业务经营带来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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	6,320.97	6,754.61	7,824.80	8,055.00
所有者权益合计（亿元）	1,114.79	1,290.75	1,437.90	1,453.96
总债务（亿元）	2,293.75	2,542.69	3,012.79	3,200.41
营业总收入（亿元）	586.01	696.59	871.62	159.24
净利润（亿元）	75.24	109.90	116.11	15.42
EBITDA（亿元）	179.75	208.63	225.92	--
经营活动净现金流（亿元）	262.43	116.74	8.06	-68.95
资产负债率(%)	82.36	80.89	81.62	81.95
越秀集团（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	715.35	778.90	963.74	1,043.18
所有者权益合计（亿元）	265.71	267.87	282.09	277.64
总债务（亿元）	353.31	486.51	616.63	720.58
营业总收入（亿元）	0.31	0.34	0.35	0.12
净利润（亿元）	8.59	14.53	31.92	-4.28
EBITDA（亿元）	24.40	14.53	53.65	--
经营活动净现金流（亿元）	13.44	-36.52	-14.38	46.40
资产负债率(%)	62.86	65.61	70.73	73.38

注：1、中诚信国际根据2019-2021年审计报告和未经审计的2022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调入“长期债务”；4、公司未提供2022年一季度现金流量补充资料，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。

■ **业务多元化发展且盈利能力很强。**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，2021年以来公司各板块业务发展良好，业务竞争力依然强劲；同时，优势产业经营向好，营业收入及净利润规模持续提升，公司整体盈利能力很强。

同行业比较

2021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	7,824.80	1,437.90	81.62	871.62	116.11	8.06
广州金融控股集团有限公司	8,044.22	652.74	91.89	237.01	24.73	-270.36

资料来源：中诚信国际整理

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
21广越09	AAA	AAA	2021/12/01	13.00	13.00	2021/12/8~2031/12/8	--
21广越08	AAA	AAA	2021/12/01	7.00	7.00	2021/12/8~2026/12/8	回售,赎回,调整票面利率

■ **融资渠道进一步拓宽。**2021年公司新增越秀服务集团有限公司（股票代码06626.HK，以下简称“越秀服务”）一家上市公司，公司合计持有六家境内外上市企业以及基金，资本市场融资渠道较为畅通且进一步拓宽，同时优质的国企背景及资产质量使得公司获得充足的银行授信，为各板块业务开展提供良好资金支持。

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，加之宏观经济增速下滑及需求弱化，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。

■ **疫情散发和常态化管控可能对经营业绩带来一定冲击。**国内新冠肺炎疫情散发和常态化管控对公司房地产、高速公路运营、食品板块经营等带来持续不确定性影响，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。

21 广越 Y2	AAA	AAA	2021/09/13	12.00	12.00	2021/11/15~2024/11/15	可续期、赎回,调整票面利率
21 广越 Y1	AAA	AAA	2021/08/31	8.00	8.00	2021/9/8~2024/9/8	可续期、赎回,调整票面利率
21 广越 07	AAA	AAA	2021/07/08	12.00	12.00	2021/7/16~2028/7/16	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 06	AAA	AAA	2021/07/08	13.00	13.00	2021/7/16~2026/7/16	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 04	AAA	AAA	2021/06/03	15.00	15.00	2021/6/10~2026/6/10	回售,赎回,调整票面利率
S21 广扶 2	AAA	AAA	2021/06/23	5.00	5.00	2021/1/21~2028/1/21	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 03	AAA	AAA	2021/06/23	15.00	15.00	2021/3/3~2026/3/3	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 02	AAA	AAA	2021/06/23	6.00	6.00	2021/1/8~2028/1/8	回售,赎回,调整票面利率
21 广越 01	AAA	AAA	2021/06/23	12.00	12.00	2021/1/8~2026/1/8	回售,赎回,调整票面利率
20 广越 02	AAA	AAA	2021/06/23	3.00	3.00	2020/2/24~2027/2/24	回售,赎回,调整票面利率
20 广越 01	AAA	AAA	2021/06/23	12.00	12.00	2020/2/24~2025/2/24	回售,赎回,调整票面利率
16 广越 04	AAA	AAA	2021/06/23	15.00	15.00	2016/3/9~2026/3/9	赎回,回售,调整票面利率
16 广越 03	AAA	AAA	2021/06/23	15.00	15.00	2016/3/9~2023/3/9	回售,调整票面利率,赎回
16 广越 02	AAA	AAA	2021/06/23	10.00	10.00	2016/1/27~2026/1/27	调整票面利率,回售,赎回
16 广越 01	AAA	AAA	2021/06/23	20.00	20.00	2016/1/27~2023/1/27	调整票面利率,赎回,回售

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

2016年1月27日，公司发行“16广越01”，期限5+2年，募集资金总额20亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟用不超过90亿元用于偿还银行贷款，调整债务结构，剩余资金用于补充流动资金；根据《广州越秀集团股份有限公司公司债券年度报告（2021年）》（以下简称“年度报告”），截至2022年4月29日，募集资金已使用完毕。

2016年1月27日，公司发行“16广越02”，期限7+3年，募集资金总额10亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟用不超过90亿元用于偿还银行贷款，调整债务结构，剩余资金用于补充流动资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2016年3月9日，公司发行“16广越03”，期限5+2年，募集资金总额15亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟用不超过90亿元用于偿还银行贷款，调整债务结构，剩余资金用于补充流动资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2016年3月9日，公司发行“16广越04”，期限7+3年，募集资金总额15亿元，本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟用不超过90亿元用于偿还银行贷款，调整债务结构，剩余资金用于补充流动资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2020年2月24日，公司发行“20广越01”，期限3+2年，募集资金总额12亿元，本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还到期的债券本息、支持疫情防控工作及补充因受疫情影响的非地产

板块营运资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2020年2月24日，公司发行“20广越02”，期限5+2年，募集资金总额3亿元，本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还到期的债券本息、支持疫情防控工作及补充因受疫情影响的非地产板块营运资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年1月8日，公司发行“21广越01”，期限3+2年，募集资金总额12亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于支付“16广越01”利息及“16广越01”回售款；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年1月8日，公司发行“21广越02”，期限5+2年，募集资金总额6亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于支付“16广越01”利息及“16广越01”回售款；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年1月21日，公司发行“S21广扶2”，期限5+2年，募集资金总额5亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟用于食品板块项目建设、偿还公司的存量债务；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年3月3日，公司发行“21广越03”，期限3+2年，募集资金总额15亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于支付“16广越03”回售款及“16广越03”利息；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年6月10日，公司发行“21广越04”，期限3+2年，募集资金总额15亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补充流动资金；根据年度报告，截至2021年4月29日，募集资金已全部使用。

2021年7月16日，公司发行“21广越06”，期限3+2年，募集资金总额13亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补

充流动资金；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

2021 年 7 月 16 日，公司发行“21 广越 07”，期限 5+2 年，募集资金总额 12 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债及补充流动资金；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

2021 年 9 月 8 日，公司发行“21 广越 Y1”，期限 3+N 年，募集资金总额 8 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

2021 年 11 月 15 日，公司发行“21 广越 Y2”，期限 3+N 年，募集资金总额 12 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

2021 年 12 月 8 日，公司发行“21 广越 08”，期限 3+2 年，募集资金总额 7 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

2021 年 12 月 8 日，公司发行“21 广越 09”，期限 10 年，募集资金总额 13 亿元，本期债券计划扣除发行费用后，拟全部用于偿还有息负债；根据年度报告，截至 2021 年 4 月 29 日，募集资金已全部使用。

根据年度报告，上述债券募集资金用途未发生变更，支出时均严格履行了规范的多级审核程序，使用情况与募集说明书约定的用途一致。

宏观经济与政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政

策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在

能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

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、粤港澳大湾区经济圈的组成部分，同时也是中国进出口商品交易会所在地。广州市现辖越秀、天河、白云、荔湾、黄埔、海珠、番禺、花都、南沙、增城和从化共 11 区，辖区面积共计 7,434.40 平方公里。截至 2021 年末，广州市常住人口 1,881.06 万人，城镇化率为 86.46%。

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。广州市是京广、广深、广茂和广梅汕和武广铁路的交汇点，是我国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，广州港为我国第三大港，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。

广州市是我国重要的工业基地、华南地区的综合性工业制造中心，目前已形成门类齐全、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，并形成汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业三大支柱产业。

广州市经济实力极强，2019~2021 年全市分别实现地区生产总值 23,628.60 亿元、25,019.11 亿元和 28,231.97 亿元，分别同比增长 6.8%、2.7%和 8.1%。其中，2021 年第一产业增加值为 306.41 亿元，同比增长 5.5%。第二产业增加值为 7,722.67 亿元，同比增长 8.5%。第三产业增加值为 20,202.89 亿元，同比增长 8.0%。

2021 年广州市工业生产稳中有进，全市规模以上工业增加值同比增长 7.8%；高新技术制造领域发展快速，实现增加值同比增长 25.7%；固定资产投资同比增长 11.7%，延续较快增长势头。分领域看，房地产开发投资同比增长 10.1%，工业投资增长 6.9%，基础设施投资下降 2.9%。分产业看，制造业

投资同比增长 11.9%；高技术制造业投资占制造业投资的比重为 41.5%，其中航空航天及设备制造业、电子及通信设备制造投资同比分别增长 43.2%和 24.2%，发展后劲足。计算机及办公设备制造业、医药制造业投资持续扩大，两年平均分别增长 1.2 倍和 22.9%。高技术服务业投资同比增长 15.3%，其中科技成果转化服务投资同比增长 96.3%。民间投资信心足，完成投资同比增长 19.4%。

广州市财政实力极强，2019~2021 年全市分别实现一般公共预算收入 1,697.21 亿元、1,714.00 亿元和 1,842.00 亿元，同期税收收入分别为 1,325.04 亿元、1,299.20 亿元和 1,394.00 亿元，税收收入占比均在 75%以上，财源基础较好，但其中 2020 年在新冠疫情及落实减税政策影响下，全市税收收入有所下滑。2019~2021 年广州市分别实现政府性基金收入 1,665.90 亿元、2,507.26 亿元和 2,388.59 亿元，其中 2021 年下降 5%，主要是土地出让收入不及预期，为 2,285.1 亿元。财政支出方面，2019~2021 年全市一般公共预算支出分别为 2,865.12 亿元、2,905.70 亿元和 2,989.13 亿元，同期财政平衡率略有提升，分别为 59.24%、58.99%和 61.62%。

表 1：近年来广州市财政情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
GDP	23,628.60	25,019.11	28,231.97
GDP 增速	6.80	2.70	8.10
一般公共预算收入	1,697.21	1,714.00	1,842.00
其中：税收收入	1,325.04	1,299.20	1,394.00
政府性基金收入	1,665.90	2,507.26	2,388.59
一般公共预算支出	2,865.12	2,905.70	2,989.13
政府性基金支出	1,586.71	2,106.10	2,189.15
财政平衡率	59.24	58.99	61.62
税收收入占比	78.07	75.80	75.68

资料来源：广州市财政局及广州市统计局，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，近年来经济保持快速增长，经济总量位居全国省会城市前列，极强的经济财政实力为民生工程提供了强有力的保障。

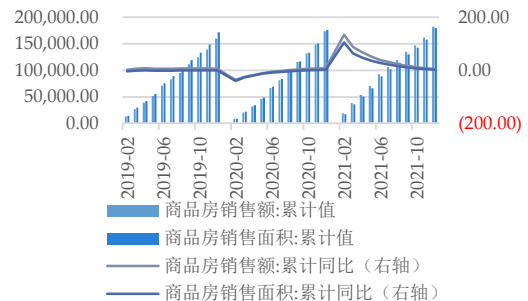
随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压

力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9%和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期。与此同时，下半年以来国房景气指数持续回落，表明市场对房地产市场信心较弱。尽管四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策有所微调，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期，叠加房地产税试点工作仍存在一定不确定性，中诚信国际认为房地产市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

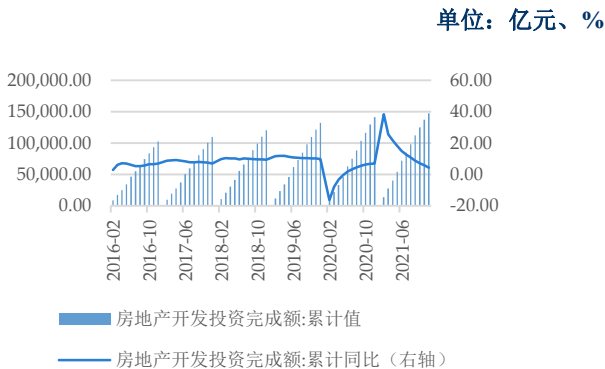
从商品房价格来看，2021 年 12 月，70 个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续四季度以来的下降态势，同比涨幅回落。其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为 4.4%、2.8%和 0.9%，增速较 6 月回落 1.7、2.0 和 2.8 个百分点。从商品房去化情况看，随着 2021 年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至 2021 年 12 月末，商品房待售面积为 51,023.00 万平方米，同比增长 2.4%，房地产市场整体去化压力有所上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较

慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低，而房地产新开工面积则呈现负增长态势，同比回落11.4%。

图2：近年来全国房地产开发投资情况



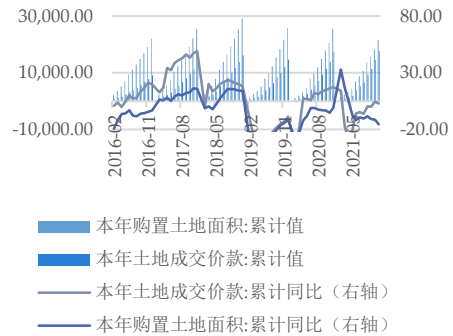
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。总体来看，2021年房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%

和同比上升2.8%。

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

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016年10月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的

负面影响。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座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经有所松动：9月底以来监管部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求；10月以来交易商协会及交易所相继表态支持符合条件的房地产企业发债融资；12月中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。同时，还要求银行加大债券融资的支持力度、积极提供并购的融资顾问服务、提高并购的服务效率、做好风险管理等；12月中旬召开的中央经济工作会议在强调“房住不炒”定位的同时，提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”；而从各地政策来看，公开信息显示，2021年四季度以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等20多个城市发布稳楼市政策，包括购房补贴、贷款贴息、契税补贴等，2022年1月底，安徽省则在《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，提出鼓励房产领域降低首付比例等举措；此外，央行及银保监会均在2022年工作部署中提及“促进房地产业良性循环和健康发展”。

中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导

期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

融资租赁行业整体业务发展在2021年有所下滑；暂行办法中对部分监管指标进行了严格要求，部分省市在实施细则中对关联度和集中度要求给予了适度宽松；受监管政策因素影响，部分租赁公司面临业务结构转型的压力

融资租赁行业总体业务发展有所下滑，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2021年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司，不含已正式退出市场的企业，包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业）由2020年末的12,156家下降到11,917家；注册资金同比下降1.4%至32,689亿元；合同余额同比下降4.5%至6.21万亿元。

2020年6月，银保监会发布《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。暂行办法出台后，各省市陆续具体的实施细则，对融资租赁公司的设立条件、一般风险准备计提、数据报送、地方金融监管部门现场检查规则等事项提出了更加具体的要求，部分省市在实施细则中对关联度和集中度要求给予了适度宽松。此外，各省市金融局开始逐步排查融资租赁企业经营状况等，积极落实分类监管政策。

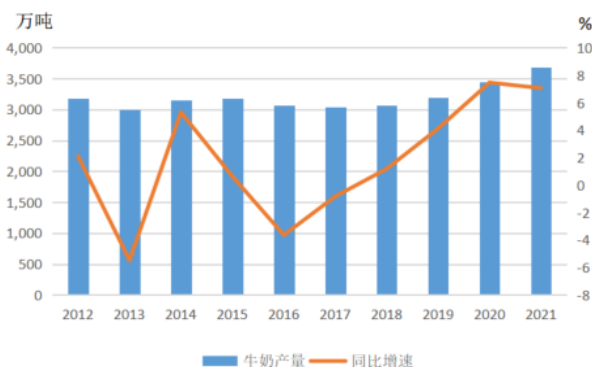
2021 年以来多地监管机构对辖区内的金融租赁公司进行窗口指导，对业务中以构筑物作为租赁物的业务进行限制。2021 年 7 月，银保监会出台《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（简称“15 号文”），要求对承担地方政府隐性债务的客户，不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资；其中租赁只要没有指定用途的都是流贷。这些文件的出台都会对租赁公司的公共事业类业务的开展产生较大影响，该类业务占比较大的租赁公司将面临业务转型的压力。

中诚信国际认为，2021 年融资租赁行业的整体业务发展有所下滑，家数、注册资金和合同余额均较上年有所下降。银保监会不断加大管理力度，近年来持续出台相关监管文件，对融资租赁行业加强监管，督促融资租赁行业能更好的服务实体经济，实现业务结构转型。

我国乳制品行业产销保持相对稳定态势，“两超多强”的市场格局已基本稳定，行业集中度或将进一步提高；2020 年下半年以来，原奶价格的波动对乳制品企业成本控制能力提出更高要求

我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场影响，存在一定波动。2018 年以来，受益于国内乳制品产品质量升级和新品持续推出，乳制品产销量逐步回升，供需处于相对稳定态势，行业整体进入成熟阶段。

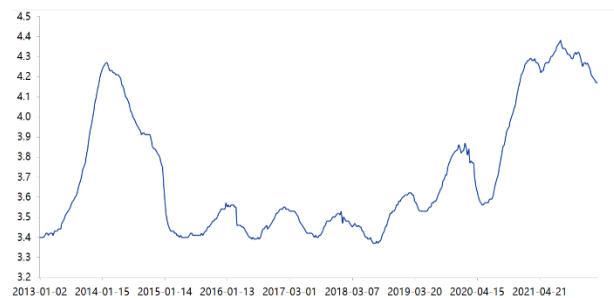
图 4：近年来中国牛奶产量情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

原奶是乳制品企业生产成本中重要的一部分，液态奶成本中原料奶占比 40%左右，而奶粉中原料奶成本占比则达 60%。原奶价格是影响乳制品价格的重要因素，原奶价格主要受养殖成本的影响，其中饲料成本在奶牛养殖总成本中占比较高，约为 70%。受养殖成本、乳牛养殖周期等因素影响，原奶产量及价格存在一定周期性，同时，随着乳制品进口规模逐步增长，国际奶价变动亦对国内原奶价格形成较大冲击。根据农村农业部数据，2020 年下半年以来，受益于疫情好转，民众饮奶需求恢复，同时，大豆和苜蓿等饲料成本上升，国际牛奶价格提高，生鲜乳价格保持上涨态势，并于 2021 年 8 月达到最高点 4.3 元/公斤，2021 年第四季度以来，受国内原奶供给增长影响，主产区生鲜乳均价有所下降，但仍处于高位，对下游乳制品企业的成本控制带来一定挑战。

图 5：近年来生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：IFCN, Choice

国内上游牧场不断提升牧场规模、机械化和数字化，基本大型牧场已实现数字化管理，机械化挤奶率接近 100%。中诚信国际关注到，疫情后带来的需求端的强劲增长使得乳制品企业关注奶源供给保障及控制权强化，全国及地方乳品龙头加速并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，根据海关总署数据，2021 年全国进口活牛 36.11 万头，同比增长 35.70%，新建牧场及奶牛存栏量的增长或将对原奶价格形成一定冲击。

下游需求方面，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。受疫情后消费者教育提升和消费

升级背景下，乳制品消费量或将保持增长态势。同时，我国乳制品消费区域分化严重，上海市、北京市等经济发达城市人均乳制品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，近年来低线城市和农村居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，饮奶习惯逐渐形成，未来低线城市和农村市场的乳品消费和渗透率仍有很大提升空间。

从产品消费结构来看，目前常温纯奶占主导地位，酸奶增长较快，低温巴氏奶在消费升级和冷链物流快速发展的驱动下，保持较快增长趋势，奶酪、黄油及其他占比较低。近年来乳制品企业持续推出新产品，未来产品高端化趋势将进一步驱动行业增长。

从终端产品的市场格局来看，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和中国蒙牛乳业有限公司拥有全国性品牌，销售网络覆盖面广，收入水平和市场占有率处于领先地位，根据前瞻产业研究院的统计，2021 年伊利和蒙牛的乳制品市场份额近 50%，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势。区域性乳制品企业基本通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争，光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司和新希望乳业股份有限公司等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，与全国性乳企形成有效互补。地方性乳制品企业通常仅在单一省市经营，生产经营规模较小，竞争力有限。近年来，由于国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品企业的整顿，行业龙头企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大自身规模，丰富产品品类，同时不断加强对奶源和销售渠道的控制，其收入增长普遍高于行业的平均增速，2021 年受疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，行业集中度有进一步提升的趋势。

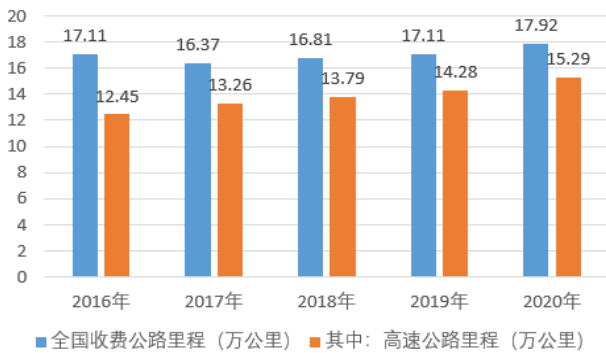
中诚信国际认为，近年来我国乳制品消费市场保持稳定，终端市场“两超多强”的市场格局已基本形成，且未来集中度有望进一步提升。在环保政策趋严等影响下，2020 年以来原奶价格持续上涨，

对乳制品企业成本控制能力提出了更高要求。

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

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和外向型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。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。2020 年，公路密度 54.15 公里/百平方公里，增加 1.94 公里/百平方公里。2020 年，全国公路总里程 519.81 万公里，比上年增加 18.56 万公里。全国收费公路里程 17.92 万公里，占公路总里程的 3.45%。按技术等级划分，高速公路 15.29 万公里，一级公路 1.74 万公里，二级公路 0.79 万公里，独立桥梁及隧道 1,068 公里。按属性划分，全国政府还贷公路里程 8.36 万公里，占全国收费公路里程的 46.65%；经营性公路里程 9.57 万公里，占全国收费公路的 53.40%。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 6.61 万公里，经营性高速公路 8.68 万公里。

图 6：2016 年~2020 年全国收费公路里程变化图



资料来源：历年全国收费公路统计公报，中诚信国际整理

运输量方面，2021 年，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 50.87 亿人次，同比下降 26.2%。从周转量方面来看，随着《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》

实施，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，叠加疫情反复不断的影响，全年旅客运输周转量累计 3627.54 亿人公里，同比下滑-21.84%。从货物运输来看，尽管近年来公路货物运输周转量仍维持正向增长，“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。2021 年作为“十四五”开局之年，虽新冠疫情仍在继续与反复，但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，2021 年公路货物运输总量为 391.39 亿吨，同比增长 14.23%，货物运输周转量 69,087.65 亿吨公里，实现同比增长 14.82%，货运需求总量恢复至疫情前水平。

表 2：2021 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 (%)
公路	69,087.65	14.82	391.39	14.23	3,627.54	-21.84	50.87	-26.21
铁路	33,238.00	8.93	47.74	4.86	9,567.81	15.75	26.12	18.53
民航	278.20	15.82	0.07	8.09	6,529.70	3.46	4.41	5.45
水运	115,577.51	9.21	82.40	8.19	33.11	0.36	1.63	9.01
运输总量	218,181.36	7.90	521.60	10.28	19,758.16	2.63	83.03	-14.10

资料来源：交通运输部，中诚信国际整理

总的来看，随着我国公路网的持续完善，路网效应的增强拉动了对高速公路的需求，未来几年我国收费公路行业仍然具有较大的发展空间，但随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来冲击。

跟踪期内，公司产权结构稳定，维持金融、房地产、交通基建和食品板块为核心的多元化经营格局，治理结构完善

产权结构方面，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 112.69 亿元；广州市人民政府持有公司 89.10% 股权、广东省财政厅持有公司 9.90% 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。跟踪期内，公司治理结构未发生改变。

越秀地产依托品牌影响力、畅通融资渠道及合理优质的项目布局，房地产业务稳定发展，2021 年地产竣工面积、销售收入和新开工面积都保持稳定增长；2021 年旗下物业管理服务公司越秀服务在港交所挂牌上市，拓宽了板块融资渠道；广州越秀金融大厦出售予越秀房托进一步盘活了公司物业资产；未来仍需关注项目去化情况，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（股票代码 00123.HK，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年及2022年1~3月公司地产板块分别实现销售收入573.98亿元和77.39亿元。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%。2021年6月，越秀地产旗下物业管理服务公司越秀服务在港交所挂牌上市，为越秀集团新增一家上市主体，进一步拓宽了越秀地产的融资渠道。截至2021年末，越秀地产净负债率为47.1%，剔除预收账款后的资产负债率为69.1%，现金短债比为1.36倍，“三道红线”指标保持“绿档”达标。

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，与越秀房地产投资信托基金（股票代码00405.HK，以下简称“越秀房托”）形成“常态化互动”模式，确立了地产业务的“开发+运营+金融”发展模式。其中，越秀地产、越秀房托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）越秀房托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）越秀房托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。

从开发情况来看，2021年及2022年1~3月，越秀地产竣工面积分别为707.91万平方米和14.02万平方米；同期，新开工面积分别为803.37万平方米和116.08万平方米，2021年新开工面积同比增长13.47%，为公司业务增长提供了有利保障。

表3：近年来公司房地产业务开发和销售情况（万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
房屋新开工面积	620.78	707.99	803.37	116.08
房屋施工面积	1,884.39	2,373.32	2,648.83	1,179.48
竣工面积	322.80	512.52	707.91	14.02
销售面积	358.85	391.93	427.54	31.43
销售均价	20,898.92	25,172.25	27,386.57	27,479
期末在建项目面积	1,884.39	2,373.32	2,648.83	1,179.48
新增土地储备面积	715.07	668.50	976.40	43.64
新增楼面均价	11,249.97	12,456.07	11,347.41	6,772
期末土地储备面积	2,367.92	2,705.11	2,978.58	1,604.95
实际销售额	750.44	986.58	1,170.89	86.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从合同签约情况来看，2021年越秀地产取得合同销售金额1,170.89亿元，同比增长18.68%；合同销售面积427.54万平方米，同比增长9.09%，合同销售金额增幅大于合同销售面积增幅主要是合同销售均价提升所致。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，目前业务布局已拓展至北京、上海、宁波、南通、东莞、西安、毕节、郴州等29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，2021年广州地区签约金额为614.58亿元，占比达52.49%。

表4：近年来公司房地产合同销售区域分部情况（万平方米、亿元）

区域	2019		2020		2021	
	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	139.05	383.20	177.00	603.20	172.76	614.58
珠三角（不含广州）	41.85	57.82	33.00	50.80	40.59	109.62
长三角	76.40	169.39	82.40	202.60	88.48	260.58
中部地区	61.07	80.14	54.70	75.10	69.65	108.14
环渤海	36.55	56.85	32.00	44.30	38.35	47.38

其他	3.94	3.04	12.80	10.60	17.71	30.60
合计	358.85	750.44	391.90	986.60	427.54	1,170.89

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，随着公司在全国范围内业务布局的推进，公司土地储备延伸至全国主要经济区域。具体来看，截至 2021 年末，越秀地产土地储备项目 117 个，土地储备建筑面积合计 2,978.58 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 46.49%，珠三角地区（不含广州）占比为 7.73%，长三角地区占比为 11.68%、中部地区占比为 18.09%、环渤海地区占比为 9.28%、其他区域占比为 6.74%。整体来看，公司土地储备充足，并形成以自身优势较大及经济发展较好的区域为主的良好布局。

表 5：截至 2021 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	47	1,384.62	964.55	420.07
珠三角（不含广州）	13	230.29	153.06	77.23
长三角	17	347.81	255.74	92.07
中部地区	19	538.72	359.49	179.22
环渤海	12	276.27	134.95	141.32
其他	9	200.88	79.41	121.47
合计	117	2,978.58	1,947.20	1,031.38

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。

表 6：截至 2022 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	194.16	95.8
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	115.71	122.3
品秀星瀚	51%	位于地铁 22 号线陈头岗站	住宅	155.46	114.71	73.4
品辉-星汇尚景花园	51%	广州市黄埔区知识城龙地地铁站 C 出口	住宅	112.00	80.16	67.0
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	45.97	28.9
品越华府	49%	广州市海珠区赤沙车辆段	住宅	226.00	99.18	0.00
合计	-	-	-	960.39	649.89	387.4

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司直接持有出租投资物业约 66.45 万平方米，2021 年实现租金收入约 6.42 亿元；截至 2021 年末公司持股 38.1%的越秀房托持有出租性商业物业 80.31 万平方米，2021 年实现收入约 17.97 亿元。2021 年 10 月，越秀地产将广州越秀金融大厦出售予越秀房托，“越秀地产-越秀房托”双平台互动模式实现常态化。

在“轨道+物业”新模式开发方面，越秀地产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，2021 年越秀地产新收购广州地铁品越华府地铁房地产项目，新增土地储备面积约 21 万平方米，截至 2022 年 3 月末，越秀地产投资地铁房地产项目共计 6 个，项目预计总投资 960.39 亿元，已投资 649.89 亿元，已销售 387.40 亿元。

旧改项目方面，跟踪期内公司未参与新的旧改项目。截至 2022 年 3 月末，公司参与的旧改项目仍为广州番禺区里仁洞村旧改项目、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 172.79 万平方米，改造后建筑面积预计为 443.43 万平方米，预计投资 587.00 亿元，目前已投资规模 14.09 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。

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、畅通融资渠道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需求弱化，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，近年来通过收购和出售路产不断优化资产组合。路产区域优势明显，整体路产质量较好。2021年发起设立华夏越秀高速 REITs，有效盘活了存量资产、拓宽了交通基建板块融资渠道。2021年通行收入整体恢复较好，但仍需关注疫情散发带来的影响；需关注部分路段分流影响

公司交通基建板块主要由子公司越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK，以下简称“越秀交通”）经营。2021年及2022年1~3月公司交通基建板块分别实现营业收入 41.91 亿元和 9.44 亿元。

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。

2021年12月，公司发起设立华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金（基金代码：180202，以下简称“华夏越秀高速 REITs”），以现金 21.29 亿元将湖北汉孝高速公路建设经营有限公司 100%股权转让给湖北越通交通投资有限责任公司（SPV 公司）。华夏越秀高速 REITs 发行后，越秀交通对华夏越秀高速 REITs 投资比例为 30%。通过发行本次 REITs，公司获得现金流入 20.31 亿元，获得资产处置收益 9.61 亿元。

截至2021年末，越秀交通拥有控股路产9条，分布于广东、广西、湖北、湖南、河南、天津等区域，控股路产收费里程合计495.20公里；6条合营及联营道路收费里程合计为340.10公里。

表 7：截至 2021 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	42.50	高速公路	60.00%	11
	广西苍郁高速	22.00	高速公路	100.00%	9
	天津津雄高速	23.90	高速公路	60.00%	9
	湖南长株高速	46.50	高速公路	100.00%	19
	河南尉许高速	64.30	高速公路	100.00%	14
	湖北随岳南高速	98.10	高速公路	70.00%	19
	湖北汉蔡高速	36.00	高速公路	67.00%	17
	湖北汉鄂高速	54.80	高速公路	100.00%	21
	湖北大广南高速	107.10	高速公路	90.00%	21
	小计	495.20	-	-	-
联营合营项目	广州北环高速	22.00	高速公路	24.30%	2
	虎门大桥	15.80	悬索桥梁	27.78%	8
	汕头海湾大桥	6.50	悬索桥梁	30.00%	7
	清连高速	215.20	高速公路	23.63%	13
	广州西二环高速	42.10	高速公路	35.00%	9
	汉孝高速	38.50	高速公路	30.00%	15
	小计	340.10	-	-	-
合计	835.30	-	-	-	

注：1、虎门大桥利润分配比例为18.446%。

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。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。

表 8：2019~2021 年公司控股和参股路产日均车流量情况（辆/日）

路段名称		2019	2020	2021
控股项目	广州北二环高速	255,418	297,280	280,865
	湖南长株高速	62,641	12,489	15,550
	天津津雄高速	37,039	45,254	34,444
	河南尉许高速	32,957	32,675	73,797
	湖北随岳南高速	25,574	77,895	23,531
	广西苍郁高速	8,604	23,676	30,465
	湖北汉蔡高速	47,607	33,252	50,878
	湖北汉鄂高速	34,968	47,929	41,436
	湖北大广南高速	25,692	41,220	29,528
联营合营	广州北环高速	361,676	382,534	372,746
	虎门大桥	88,507	70,251	89,498
	广州西二环高速	85,635	110,815	92,549
	清连高速	48,520	53,893	53,050
	汕头海湾大桥	27,520	30,703	29,553
	湖北汉孝高速	28,715	32,675	33,520

注：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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

通行费收入方面，2020 年公司受免收费政策和疫情影响，使得当年通行费收入有所下滑。2021 年随着疫情影响减弱、区域经济恢复，公司通行费收入实现大幅增长，当年公司实现通行费收入 36.50 亿元，较 2019 年增长 20.72%。具体来看，广东省区域内，广州北二环高速、广州西二环高速 2021 年通行费收入较上年有所下降，主要原因一是受 2020 年 12 月通车的广佛肇高速分流影响，二是广东部分地区 2021 年 5 月及 12 月因疫情采取管制措施的影响。由于广州市经济发展水平较高，汽车通行量和通行费收入仍保持在较高水平。湖北省区域内，2019 年以来，受益于区域经济恢复、武汉四环线贯通分流，汉蔡高速、汉鄂高速、大广南高速、汉孝高速通行费收入快速增长。此外，汉鄂高速和大广南高速所在区域鄂州花湖机场预计将于 2022 年开航，未来或将为相关路段带来更多的车流量及通行费收入。随岳南高速受许广高速驻马店泌阳段封闭施工短期分流影响以及枣潜高速和石首大桥通车分流影响，2021 年日均通行费收入较上年有所

下降。

目前全国尚处于疫情常态化防控阶段，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 9：2019~2021 年公司控股路产通行费收入（亿元）

路段名称	2019	2020	2021
广州北二环高速	12.17	9.09	11.21
广西苍郁高速	0.63	0.55	0.89
天津津雄高速	0.93	0.73	0.80
湖南长株高速	2.50	2.06	2.69
河南尉许高速	4.15	2.89	3.49
湖北随岳南高速	6.88	5.21	6.14
湖北汉蔡高速	0.32	1.79	2.58
湖北汉鄂高速	0.26	1.47	2.09
湖北大广南高速	0.57	3.40	4.50
合计	30.23	28.72	36.50

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 10：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

表 11：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

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。2021 年公司养护支出 1.21 亿元。根据公司工程规划，2022 年~2024 年，公司计划对广西苍郁高速、河南尉许高速、河南兰尉高速、湖北随岳南高速进行大修，大修计划支出总计 5.06 亿元，2022~2024 年分别计划投资 1.98 亿元、1.69 亿元和 1.39 亿元。

近年来，公司金融业务收入和盈利持续增长，2021 年广州资产第二轮增资完成并新获得个人不良贷款业务资格，完成创兴银行私有化并从港交所退市，

聚焦核心优势主业并逐步完成全金融产业链布局，公司金融板块实力不断增强

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（以下简称“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（股票代码 000987，以下简称“越秀金控”）及其子公司等负责。

创兴银行成立于 1948 年，前身系廖创兴银行有限公司，于 1994 年从廖创兴企业有限公司分拆上市，总部设于香港，2021 年 9 月，公司以协议安排方式私有化创兴银行，并完成私有化退市流程，公司持有创兴银行 100% 股权。截至 2021 年末，创兴银行资产总额为 2,552.50 亿港元，一级资本比率

16.80%，普通股权一级资本比率 13.93%。2021 年，创兴银行营业收入为 44.0 亿港元，净利润为 15.0 亿港元。

目前创兴银行在香港分行超过 30 家，在澳门设立 1 间分行，在内地设立 4 间分行及 6 间支行。存款方面，截至 2021 年末，银行客户存款总额为 2,010.90 亿港元，客户贷款总额为 1,550.60 亿港元，贷款不良率为 1.29%。

创兴银行为全牌照银行，主要提供全面的零售及批发银行服务，包括港币及外币存款、汇款、保管箱、信用卡、楼宇按揭、强制性公积金服务、出入口贸易融资、企业银行服务及银团贷款等，附属公司设有股票买卖、投资及保险等。具体来看，创兴银行业务分为企业及零售银行业务、金融市场业务、证券买卖业务等。

近年来，创兴银行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。2019~2021 年，创兴银行分别实现收入 40.11 亿港元、38.09 亿港元和 43.96 亿港元，收入规模不断增长。其中，企业及零售银行业务系银行板块的主要收入来源。

表 12：近年来创兴银行收入结构（亿港元）

项目	2019	2020	2021
企业及零售银行业务	30.70	29.39	34.58
金融市场业务	4.53	4.66	5.89
证券买卖业务	1.14	1.70	1.65
其他	3.74	2.34	1.85
合计	40.11	38.09	43.96

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

表 14：近年来越秀租赁融资租赁投向行业情况（亿元，%）

行业	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
民生工程业	236.66	54.41	289.18	58.57	355.64	62.87
水的生产和供应业	69.65	16.01	62.89	12.74	55.45	9.80
道路运输业	24.65	5.67	22.49	4.56	17.70	3.13
商务服务业	25.23	5.80	17.36	3.52	8.76	1.55
房地产业	6.45	1.48	5.73	1.16	6.76	1.19
橡胶和塑料制品业	4.68	1.08	4.45	0.90	0.00	0.00
电力、热力生产和供应业	1.77	0.41	2.88	0.58	5.58	0.99
燃气生产和供应业	2.59	0.60	1.86	0.38	1.12	0.20

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。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。截至 2021 年末，越秀租赁注册资本 93.41 亿港元，实收资本由 2020 年末的 66.06 亿港元增加至 76.06 亿港元，公司持股比例 70.06%。

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 2021 年末为 565.66 亿元，较上年末增长 14.57%。越秀租赁主要采取回租方式开展业务，截至 2021 年末公司回租业务租赁余额 536.38 亿元，占比 94.82%。

表 13：近年来越秀租赁融资租赁款余额情况（亿元，%）

类型	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直租	26.51	6.09	48.38	9.80	28.87	5.10
回租	399.58	91.86	443.84	89.90	536.38	94.82
转租赁	8.90	2.05	1.50	0.30	0.41	0.08
合计	434.99	100.00	493.72	100.00	565.66	100.00

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、水的生产和供应业，截至 2021 年末上述行业租赁资产占比合计 72.67%，行业集中度较高。

资产质量方面，截至 2021 年末，越秀租赁应收融资租赁款不良率为 0.55%，较上年末下降 0.04 个百分点，不良应收融资租赁款拨备覆盖率较上年末上升 3.67 个百分点至 243.39%。整体来看，越秀租赁资产质量较 2020 年末变化不大，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。

造纸和纸制品业	1.70	0.39	0.78	0.16	0.11	0.02
其他	61.61	14.15	86.10	17.43	114.55	20.25
合计	434.99	100.00	493.72	100.00	565.66	100.00

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

表 15：近年来越秀租赁资产质量情况（亿元，%）

业务类别	2019		2020		2021	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	437.17	99.21	494.14	98.67	567.51	98.99
关注	2.35	0.53	3.71	0.74	2.66	0.46
次级	0.00	0.00	1.46	0.29	1.32	0.23
可疑	0.00	0.00	0.35	0.07	1.83	0.32
损失	1.15	0.26	1.15	0.23	0.00	0.00
应收融资租赁款净值合计	440.67	100.00	500.82	100.00	573.33	100.00
不良应收融资租赁款	1.15		2.96		3.15	
应收融资租赁款不良率	0.26		0.59		0.55	
不良应收融资租赁款拨备覆盖率	492.52		239.72		243.39	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，越秀租赁总资产和净资产分别为 624.79 亿元和 118.29 亿元，同比分别增长 20.14% 和 24.33%；2021 年营业收入和净利润分别为 39.14 亿元和 12.30 亿元，同比分别增长 13.13% 和 17.21%。

公司不良资产管理业务运营主体为广州资产管理有限公司（以下简称“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。2021 年 2 月，广州资产完成第二轮增资后，注册资本达 53.76 亿元。2021 年 12 月，广州资产首次对外引入战略投资者，新引入的战略投资者为广州恒运企业集团股份有限公司。截至 2022 年 3 月末，广州资产注册资本 63.09 亿元，公司持股比例 67.41%。

广州资产不良资产管理规模在省内排名前列。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 2021 年末累计收购金融机构不良债权原账面价值本息合计 1,978.99 亿元，收购成本合计 425.37 亿元，累计回收现金 249.68 亿元。

表 16：近年来广州资产金融机构不良资产业务情况（亿元）

	2019	2020	2021
当期收购不良资产原值	442.43	576.34	341.88
当期收购成本	91.49	88.42	54.37
累计收购不良资产原值	1,060.77	1,637.11	1,978.99

累计收购成本	282.58	371.00	425.37
当期处置金额	352.57	318.21	289.09
累计处置金额	501.36	819.57	1,108.66
当期处置部分购入成本	69.07	62.84	54.78
当期不良资产回收现金	61.42	63.61	72.66
累计回收现金	113.41	177.02	249.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年 6 月 17 日，广州资产获批参与个人不良贷款批量转让试点，并于 2021 年 9 月竞得广东省内首单个贷包，个人不良贷款业务资格的获得，将为广州资产不良资产业务带来更多的业务机会和发展空间。

广州资产针对发展前景好，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。广州资产对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。此类业务大部分抵质押物为大湾区地区的土地、房产等。2021 年，广州资产收购 11 笔非金融机构不良债权，原值合计 127.73 亿元，主要集中在批发零售业，其中一笔贸易公司相关债权折扣率较低。截至 2021 年末，广州资产累计收购非金融债权原值 183.66 亿元，累计收购成本 95.92 亿元，累计回收现金 50.20 亿元。

表 17：近年来广州资产非金融机构不良资产业务情况（亿元）

	2019	2020	2021
--	------	------	------

当期收购非金融债权原值	13.96	7.32	127.73
累计收购非金融债权原值	48.61	55.93	183.66
当期收购成本	13.20	3.32	44.80
累计收购成本	47.80	51.12	95.92
当期回收现金	13.09	11.26	11.24
累计回收现金	27.70	38.96	50.20

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 2021 年末，广州资产投资业务账面余额 40.98 亿元，以债权投资为主。

截至 2021 年末，广州资产总资产和净资产分别为 410.09 亿元和 94.17 亿元，同比分别增长 18.40% 和 57.22%；2021 年营业收入和净利润分别为 25.70 亿元和 8.28 亿元，同比分别增长 29.64% 和 17.88%。

公司投资管理业务运营主体为广州越秀产业投资基金管理股份有限公司（以下简称“越秀产业基金”）和广州越秀金控资本管理有限公司（以下简称“越秀金控资本”），主要业务包括私募基金管理、母基金投资、夹层投资和股权投资等业务。

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 2021 年末，越秀产业基金注册资本 1.00 亿元，公司持股比例 90.00%。截至 2021 年末，越秀产业基金在管基金规模 350.87 亿元，较上年末增长 32.02%，其中股权投资基金、夹层投资基金和母基金规模分别为 97.40 亿元、125.80 亿元和 84.70 亿元。截至 2021 年末，越秀产业基金总资产和净资产分别为 8.71 亿元和 4.76 亿元；2021 年营业收入和净利润分别为 2.41 亿元和 0.93 亿元。

表 18：近年来越秀产业基金在管基金情况（亿元）

	2019	2020	2021
股权投资基金	49.00	88.98	97.40
夹层投资基金	138.00	104.66	125.80
母基金	50.00	72.14	84.70
其他	4.00	0.00	43.00

合计	241.00	265.78	350.87
----	--------	--------	--------

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 2021 年末注册资本为 50.00 亿元，越秀金控直接持股比例为 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。2021 年，越秀金控资本投资项目 41 个，完成投放 42.60 亿元，其中 ABS 投资、基金投资、股权投资和固定收益投资分别为 28.28 亿元、8.07 亿元、2.31 亿元和 3.94 亿元。截至 2021 年末，越秀金控资本的资产总额和净资产分别为 88.31 亿元和 56.09 亿元；2021 年营业收入和净利润分别为 0.95 亿元和 3.48 亿元。

公司期货业务主要由广州期货股份有限公司（以下简称“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。2021 年 6 月和 10 月，广州期货分别完成注册资本变更，截至 2021 年末，广州期货注册资本 16.50 亿元，公司直接和间接持股比例合计 100.00%。

截至 2021 年末，广州期货共设立 8 家分公司、12 家营业部和 1 家风险管理子公司广期资本。2021 年，期末客户权益 49.12 亿元，同比增长 98.54%，当期代理成交额 2.44 万亿元，同比增加 25.77%。截至 2021 年末，广州期货的资产总额和所有者权益分别为 83.03 亿元和 17.62 亿元；2021 年广州期货营业收入和净利润分别为 64.40 亿元和 4,132 万元，同比分别增长 68.59% 和 449.75%。2021 年广州期货业务收入增长较快主要是期货仓单业务规模增加所致，受期货仓单业务成本上升影响，公司 2021 年期货业务毛利率为 2.47%，较 2020 年下降 0.97 个百分点。

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，2021 年公司对越秀食品注资 34.42 亿元增加越秀食品综合

实力，2021 年随着辉山乳业的重整完成，乳业产能开始释放，未来有望成为公司新的利润增长点

自 2018 年公司收购广州越秀风行食品集团有限公司（2022 年 2 月，更名为广州越秀食品集团有限公司，以下简称“越秀食品”）100%股权以来，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。2021 年，公司通过子公司越秀企业对越秀食品增资 34.42 亿元。截至 2022 年 3 月末，越秀食品的注册资本为 64.98 亿元，实收资本 44.40 亿元；越秀食品总资产 176.52 亿元，净资产 106.48 亿元。2021 年越秀食品实现营业收入 58.65 亿元，净利润-0.33 亿元。其中，2021 年，越秀食品食品加工、商贸、生鲜和乳业收入分别为 23.66 亿元、15.34 亿元、10.27 亿元和 9.27 亿元，占当期收入比例分别为 31.60%、20.49%、13.72% 和 12.38%。

畜牧养殖方面，主要由越秀食品公司子公司广州越秀农牧科技有限公司承接负责，公司已在广东、贵州、湖南等省份进行布局，形成广东区域为发展核心，在广州、肇庆等优势区域重点布局。目前贵州区域、广东茂名均有猪场在生产运营，年出栏生猪产能 42 万头，预计 2022 年内可再新增年出栏生猪产能 51 万头。

表 19：截至 2022 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
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

表 20：截至 2022 年 3 月末公司食品板块在建项目（亿元）

项目名称	在建	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 36 万头生猪养殖基地	2020 年 7 月~2022 年 9 月	36 万头生猪	13.08	3.19
金装项目	在建	广东省肇庆市封开县金装镇	2021 年 12 月~2026 年 4 月	108 万头生猪	31.88	0.70

广东省茂名市电白种猪场	大猪	4 万头
毕节市汇兴畜牧养殖有限公司	仔猪、大猪	3 万头

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，越秀食品子公司广州广良畜牧发展有限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。公司两个牧场奶牛存栏数约 8,000 头。

2020 年 9 月，越秀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》，2021 年 6 月，越秀食品作为重组方与其他债权方共同出资成立辽宁越秀辉山控股股份有限公司（以下简称“越秀辉山”）作为辉山乳业系列企业的全资母公司参与重整，公司出资 20.00 亿元占越秀辉山 67.00% 股权，其他债权方债权作价出资 9.85 亿元占有越秀辉山 33.00% 股权。2021 年末，越秀辉山纳入公司合并财务报表范围。截至 2022 年 3 月末，辉山乳业奶牛存栏量 11.43 万头，较 2020 年末有所下降，主要系 2021 年末东北地区暴雪后集中淘汰牛只影响所致。

商贸流通方面，公司主要经营大宗农产品贸易业务，经营品种主要包括玉米、豆粕等。2021 年及 2022 年 1~3 月公司分别实现收入 15.34 亿元和 1.74 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等项目。

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。

项目名称	在建	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
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 10 月	30 万头生猪	1.74	1.33
惠水项目	在建	黔南州惠水县摆金镇甲坝村	2021 年 12 月~2022 年 9 月	15 万头生猪	4.58	1.31
大方饲料厂新建项目	在建	贵州省毕节市大方经济开发区	2020 年 7 月~2022 年 6 月	35 万吨饲料	0.63	0.46
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 7 月~2022 年 6 月	5 万头生猪	0.98	0.49
新乡乡猪场新建项目	在建	贵州省毕节市纳雍县新乡乡水沟村	2020 年 9 月~2022 年 12 月	9 万头生猪	1.69	0.20
嘉禾猪场新建项目	在建	湖南省郴州市嘉禾县广发镇马峰村	2022 年 9 月~2023 年 9 月	15 万头仔猪、大猪	4.38	0.17
安顺项目	在建	贵州省安顺市西秀区	2020 年 9 月~2023 年 5 月	26 万头大猪	3.94	-
合计	-	-	-	-	62.90	7.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块收入规模相对较小，近年来占营业总收入比例保持在较低水平

公司其他板块主要包括造纸业务、建材业务等、咨询等。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司其他业务合计分别为 26.48 亿元和 6.26 亿元，占营业总收入比例分别为 3.04% 和 3.93%，规模相对较小。

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 2019~2020 年的审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2021 年的审计报告及未经审计的 2022 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。

公司合并报表范围变化方面，2021 年，公司新纳入 36 家，主要系投资新设，此外，公司新纳入合并范围的结构化主体 12 只。2021 年 10 月，因 2021 年 10 月越秀地产出售广州越秀金融大厦，佳富利投资有限公司不再纳入公司合并报表范围；2021 年 12 月，因越秀交通设立华夏越秀高速 REITs，湖北汉孝高速公路建设经营有限公司不再纳入公司合并报表范围。

公司自 2021 年 1 月 1 日起施行新金融工具系

列准则、新收入准则和新租赁准则，公司旗下越秀金控、越秀交通和创兴银行 2020 年已执行新金融工具准则，执行新的会计准则未对公司财务报表产生重大影响。

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，交通基建板块经营恢复，经营收入超过 2019 年水平，公司费用控制能力有所增强，但受房地产毛利率水平下滑及盈利水平较低的期货业务营收增长影响，2021 年公司整体毛利率水平同比下降

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。得益于项目结转规模的增长，公司房地产板块收入持续增长，带动公司收入规模持续增长。受行业发展趋势影响，公司结转土地成本上升，公司房地产板块毛利率持续下滑，带动公司整体毛利率水平的下滑。受益于融资租赁业务、不良资产管理业务发展以及期货仓单业务的增加，公司金融板块收入不断增加，2021 年公司期货业务收入占金融板块收入 37.78%，同比提升 8.55 个百分点，但期货业务毛利率仅为 2.47%，带动公司金融板块毛利率下降至 40.33%。交通基建板块 2020 年受疫情影响出现收入增长受挫、毛利下滑，2021 年，疫情防控取得积极进展以来公司高速公路经营恢复较好，2021 年实

现收入 41.91 亿元，较 2019 年增长 17.79%。2020 年以来公司食品板块收入规模保持增长，毛利率有

所上升但仍有待提高；其他板块收入占比相对较低，近年来收入规模有所波动。

表 21：近年来公司收入和毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2019		2020		2021		2022.1~3	
	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	384.77	35.64	462.69	27.80	573.98	25.35	77.39	21.85
交通基建板块	35.58	66.71	29.20	56.25	41.91	58.71	9.44	50.89
金融板块	101.85	68.82	132.12	45.86	170.46	40.33	45.14	30.81
食品板块	35.36	15.66	52.95	9.37	58.79	13.05	21.01	10.95
其他业务	28.45	27.58	19.64	46.09	26.48	25.29	6.26	20.15
合计/综合	586.01	41.70	696.59	31.53	871.62	29.05	159.24	24.61

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，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司期间费用分别为 92.64 亿元和 24.80 亿元，期间费用占比分别为 10.63%和 15.58%，费用控制能力有所增强。2021 年，公司管理费用为 63.67 亿元，较 2020 年有所减少；财务费用方面，受益于利息收入¹持续增长，当年财务费用下降至 6.12 亿元；销售费用主要系房地产等板块的销售费用，为 20.46 亿元，较 2020 年有所增长。

表 22：近年来公司期间费用情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	15.20	16.35	20.46	4.43
管理费用	58.81	52.28	63.67	14.28
财务费用	37.01	23.32	6.12	6.09
研发费用	1.97	1.56	2.39	0.42
期间费用合计	112.99	93.52	92.64	24.80
营业总收入	586.01	696.59	871.62	159.24
期间费用占比	19.28	13.43	10.63	15.58

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，出售广州越秀金融大厦、设立华夏高速 REITs 等事项，加之资产减值损失和信用减值损失增加带来的不利影响，公司利润总额有所增加，增长 3.51%。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司利润总额分别为 158.22 亿元和 21.30 亿元。同期，受地产开发产品存货跌价准备增长影响，公司资产减值损失由 2020 年末的 9.73 亿元增加至 19.66 亿元；因广州资产债权投

资减值损失及越秀租赁计提的长期应收款坏账损失增加，公司信用减值损失计提亦由 2020 年末的 6.22 亿元增加至 12.42 亿元，对公司利润总额产生一定侵蚀。同期，经营性业务利润分别为 128.19 亿元和 9.57 亿元；投资收益分别为 48.46 亿元和 4.83 亿元，2021 年较 2020 年有所下降主要是因为 2020 年公司出售广州证券股权及按权益法核算中信证券股权确认的投资收益规模较大。

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。2021 年及 2022 年 1~3 月，母公司营业总收入分别为 0.35 亿元和 0.12 亿元。同期，母公司利润总额分别为 32.15 亿元和 -4.28 亿元，利润总额主要来源于越秀金控和广州市佰城投资发展有限公司的股利分配，2021 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。

公司自有资本实力较强，经营较为稳健，直接融资渠道顺畅，但公司财务杠杆比率持续处于高位，有息债务规模增长较快，短债占比持续攀升，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。2021 年末及 2022 年 3 月末，资产总额分别为 7,824.80 亿元和 8,055.00 亿元，主要

¹ 利息收入包括创兴银行的净利息收入。

系货币资金、存货和一年内到期非流动资产较 2020 年末增长较多所致，其中存货增长主要是在建开发产品增长引致，一年内到期非流动资产增长主要系公司将发放贷款及垫款中一年内到期部分调整至一年内到期的其他流动资产科目。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 6,386.89 亿元和 6,601.03 亿元。自有资本方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，所有者权益合计分别为 1,437.90 亿元和 1,453.96 亿元，持续增加主要系利润累积及少数股东权益增加所致。截至 2021 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 890.69 亿元、228.35 亿元和 143.96 亿元。此外，截至 2021 年末，公司资本公积为 48.92 亿元；实收资本 112.69 亿元，系股东注资。

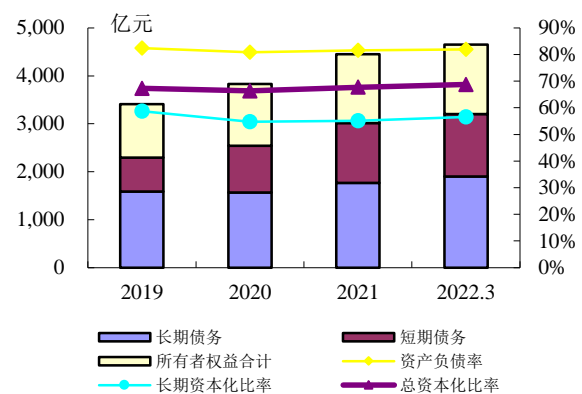
资本结构方面，随着公司业务规模的发展，公司债务规模继续增长。2021 年末及 2022 年 3 月末公司总债务分别为 3,012.79 亿元和 3,200.41 亿元，2021 年公司总债务规模同比增长 470.10 亿元，其中截至 2021 年末，公司合并口径总债务中越秀金控和越秀地产总债务分别约为 1,033.98 亿元和 764.05 亿元，分别同比增长 221.08 亿元和 78.48 亿元，金融板块和地产板块业务发展带动公司债务规模不断增长。公司债务主要由长期借款、应付债券、一年内到期非流动负债和短期借款等构成。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司长期借款分别为 874.87 亿元和 974.68 亿元，应付债券分别为 877.40 亿元和 865.83 亿元，2021 年公司合并口径新发行公司债约 300.38 亿元，推动公司应付债券规模增长较快。

2021 年末及 2022 年 3 月末，公司短期债务/总债务分别为 0.41 倍和 0.41 倍，短期债务占比有所攀升，债务期限结构有待优化。截至 2022 年 3 月末，公司短期债务为 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。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司一年内到期的非流动

负债分别为 647.28 亿元和 639.64 亿元，短期借款分别为 387.54 亿元和 398.50 亿元，均呈增长态势。截至 2021 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 460.02 亿元、35.03 亿元和 298.02 亿元。

财务杠杆方面，公司债务规模增长较快，但受益于净资产的增加，公司财务杠杆率仅小幅上升，仍维持高位水平。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 81.62%和 81.95%；同期末，总资本化比率分别为 67.69%和 68.76%。

图 7：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，公司近年来流动资产占比有所提升，其中 2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动资产分别为 4,975.01 亿元和 5,087.05 亿元，分别占当期资产总额的 63.58%和 63.15%，主要由货币资金、交易性金融资产、存货和一年内到期的非流动资产构成。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司货币资金分别为 780.74 亿元和 883.67 亿元，主要为银行存款，其中 2021 年末因用作担保、质押、保证金而受限的资产为 13.04 亿元，占同期货币资金比重 1.67%；同期末，交易性金融资产分别为 501.36 亿元和 491.14 亿元，主要系不良资产包及信托计划；同期末，存货分别为 1,810.94 亿元和 2,015.27 亿元，主要系地产板块的土地和在建物业，随着地产开发业务发展，在建房地产开发产品增长较多导致存货规模有所增长；同期末，公司一年内到期的非流动资产分别为 932.23 亿元和 933.36 亿元，2021 年末

较 2020 年末增长 702.71 亿元，主要系公司将发放贷款及垫款中一年内到期部分调整至一年内到期的其他流动资产科目²所致。

非流动资产方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司非流动资产分别为 2,849.79 亿元和 2,967.95 亿元，主要包括发放贷款及垫款、长期应收款、长期股权投资和无形资产构成。其中，随着金融业务去杠杆等监管要求的影响，发放贷款及垫款规模有所减少，2021 年末及 2022 年 3 月末，发放贷款及垫款分别为 781.92 亿元和 769.21 亿元。同期末，长期应收款分别为 423.31 亿元和 429.10 亿元，主要系融资租赁款，其中 282.46 亿元用于质押或保理融资，使用权存在受限。同期末，公司长期股权投资分别为 473.55 亿元和 530.46 亿元，主要系对中信证券股份有限公司等联营企业的投资。同期末，无形资产分别为 361.85 亿元和 366.22 亿元，主要系公路经营权，近年来变化较小。

表 23：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	561.11	644.49	780.74	883.67
交易性金融资产	277.98	323.03	501.36	491.14
存货	1,520.03	1,596.12	1,810.94	2,015.27
一年内到期的非流动资产	152.59	229.52	932.23	933.36
发放贷款及垫款	1,045.90	1,193.01	781.92	769.21
长期应收款	359.73	350.86	423.31	429.10
长期股权投资	179.07	391.24	473.55	530.46
无形资产	367.99	360.87	361.85	366.22
总资产	6,320.97	6,754.61	7,824.80	8,055.00

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 24：近年来公司主要负债情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
吸收存款及同业存放	1,467.68	1,558.90	1,637.06	1,608.83
应付账款	154.86	217.15	247.49	256.55
其他应付款	355.92	187.19	281.02	291.79
短期借款	218.24	323.54	387.54	398.50
长期借款	830.08	855.73	874.87	974.68
应付债券	717.41	611.08	877.40	865.83
总负债	5,206.18	5,463.86	6,386.89	6,601.03

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，2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司总资产规模分别为 963.74 亿元和 1,043.18 亿元，持续增长。母公司资产构成以流动资产为主。2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司流动资产分别为 594.70 亿元和 608.55 亿元，以其他应收款和货币资金为主，其中应收关联方款项 454.41 亿元。截至 2022 年 3 月末其他应收款和货币资金分别占流动资产比例为 76.12%和 21.25%。2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司非流动资产分别为 369.03 亿元和 434.63 亿元，以对广州越秀企业集团股份有限公司、越秀金控等子公司的长期股权投资为主，截至 2022 年 3 月末长期股权投资占非流动资产比例为 91.03%。负债方面，母公司总体负债规模呈上升趋势。2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司负债规模分别为 681.64 亿元和 765.53 亿元。非流动负债比重有所增加，截至 2022 年 3 月末，母公司非流动负债占比 53.43%。母公司非流动负债主要系应付债券，截至 2022 年 3 月末应付债券为 368.20 亿元，占非流动负债 90.02%。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，2022 年 3 月末三者合计占比为 90.16%。2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司所有者权益分别为 282.09 亿元和 277.64 亿元，主要系实收资本和其他权益工具，截至 2022 年 3 月末分别为 112.69 亿元和 143.96 亿元。

母公司财务杠杆持续上升，2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 70.73%和 73.38%，总资本化率分别为 68.61%和 72.19%。同期末，母公司总债务分别为 616.63 亿元和 720.58 亿元。从债务结构来看，同期末，母公司短期债务/总债务分别为 0.38 倍和 0.43 倍。截至 2021 年末，公司主要子公司越秀金控、越秀地产和越秀交通的资产负债率分别为 76.83%、76.31%和 59.42%，其中越秀金控和越秀地产资产负债率较 2020 年末均有所上升，越秀交通资产负债率较 2020 年末有所下

内到期的其他非流动资产重塑调整为 873.33 亿元。

² 2021 年，公司审计机构将一年内到期的债权投资、其他债权投资和发放贷款及垫款调整为一年内到期的其他非流动资产，2020 年末一年

降。

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，2021年及2022年1~3月，公司经营活动净现金流分别为8.06亿元和-68.95亿元，随着公司业务规模的扩张，金融板块银行和租赁业务增加了投放，地产板块增加拿地支出导致现金支出大幅增加，2021年公司经营活动净现金流流入较2020年减少较多。2021年，经营活动净现金流/利息支出为0.10倍，经营性活动现金流对债务利息保障能力较弱。2021年及2022年1~3月，公司投资活动净现金流分别为-269.38亿元和-14.07亿元，投资活动净现金流持续为负主要系地产和食品板块对外投资增加、业务规模扩张所致。同期，公司筹资活动净现金流分别为484.19亿元和134.95亿元，为支撑各板块投资需求，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，2019~2021年EBITDA分别为179.75亿元、208.63亿元和225.92亿元。从EBITDA对债务利息保障程度来看，2019~2021年末，总债务/EBITDA指标分别为12.76倍、12.19倍和13.34倍，EBITDA利息保障倍数分别为2.30倍、2.86倍和2.93倍，EBITDA对债务本息的保障有待提升。

表 25：近年来公司主要偿债能力指标（亿元、X）

项目	2019	2020	2021	2022.3
总债务	2,293.75	2,542.69	3,012.79	3,200.41
EBITDA	179.75	208.63	225.92	-
总债务/EBITDA	12.76	12.19	13.34	-
EBITDA 利息倍数	2.30	2.86	2.93	-
经营活动净现金流	262.43	116.74	8.06	-68.95
投资活动净现金流	-270.65	-240.19	-269.38	-14.07
筹资活动净现金流	63.12	71.92	484.19	134.95
经营净现金流/总债务	0.11	0.05	0.03	-

经营净现金流/利息支出	3.36	1.60	0.10	-
-------------	------	------	------	---

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从母公司口径来看，2021年及2022年1~3月母公司经营活动净现金流分别为-14.38亿元和46.40亿元。2019~2021年，母公司EBITDA分别为24.40亿元、14.53亿元和53.65亿元。偿债能力方面，2019~2021年末，总债务/EBITDA分别为14.48倍、33.48倍和11.49倍，EBITDA利息保障倍数分别为1.54倍、0.96倍和2.50倍，EBITDA对利息的保障能力有所提升。

公司备用流动性充足，无对外担保，受限资产比例不高

到期债务偿还方面，截至2022年3月末，公司合并范围1年内到期、2~3年到期、4~5年到期和5年后到期需偿付金额分别为1,397.01亿元、603.31亿元、928.81亿元及249.03亿元，短期存在一定的偿债压力。截至2022年3月末，母公司1年内到期、2~3年到期、4~5年到期和5年后到期需偿付金额分别为406.86亿元、60.00亿元、228.78亿元及24.94亿元，短期存在一定的偿债压力。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产账面价值合计为1,060.96亿元，占总资产的比重为13.56%。公司受限资产主要系存货、无形资产和长期应收款用于担保或质押融资所致，受限资产构成较2020年末变化较小。

对外担保方面，截至2021年末，公司不存在对外担保，为其他单位提供的担保对象都是关联企业，2021年末担保余额为33.65亿元。

银行授信方面，截至2021年末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为人民币5,324.20亿元（含境外银行折算），其中尚未使用额度为4,013.95亿元，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2022年5月9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 2 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 2022 年 4 月 27 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，历史上公司在资产划转、资金注入等方面获得了广州市相关部门的大力支持，近年来政府支持以政府补助为主。

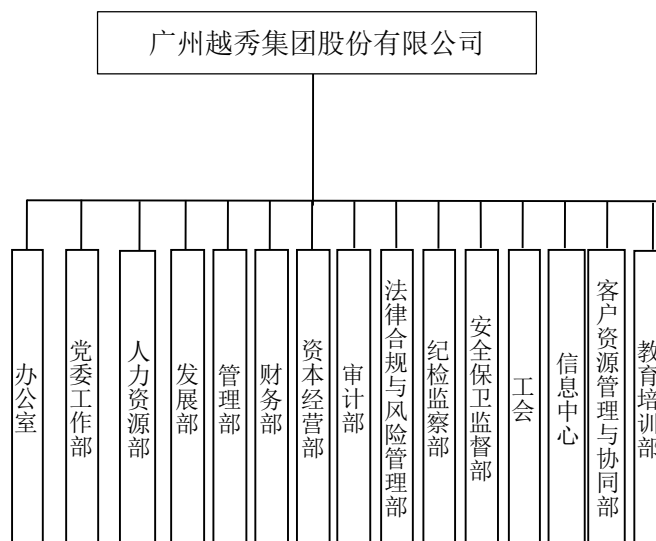
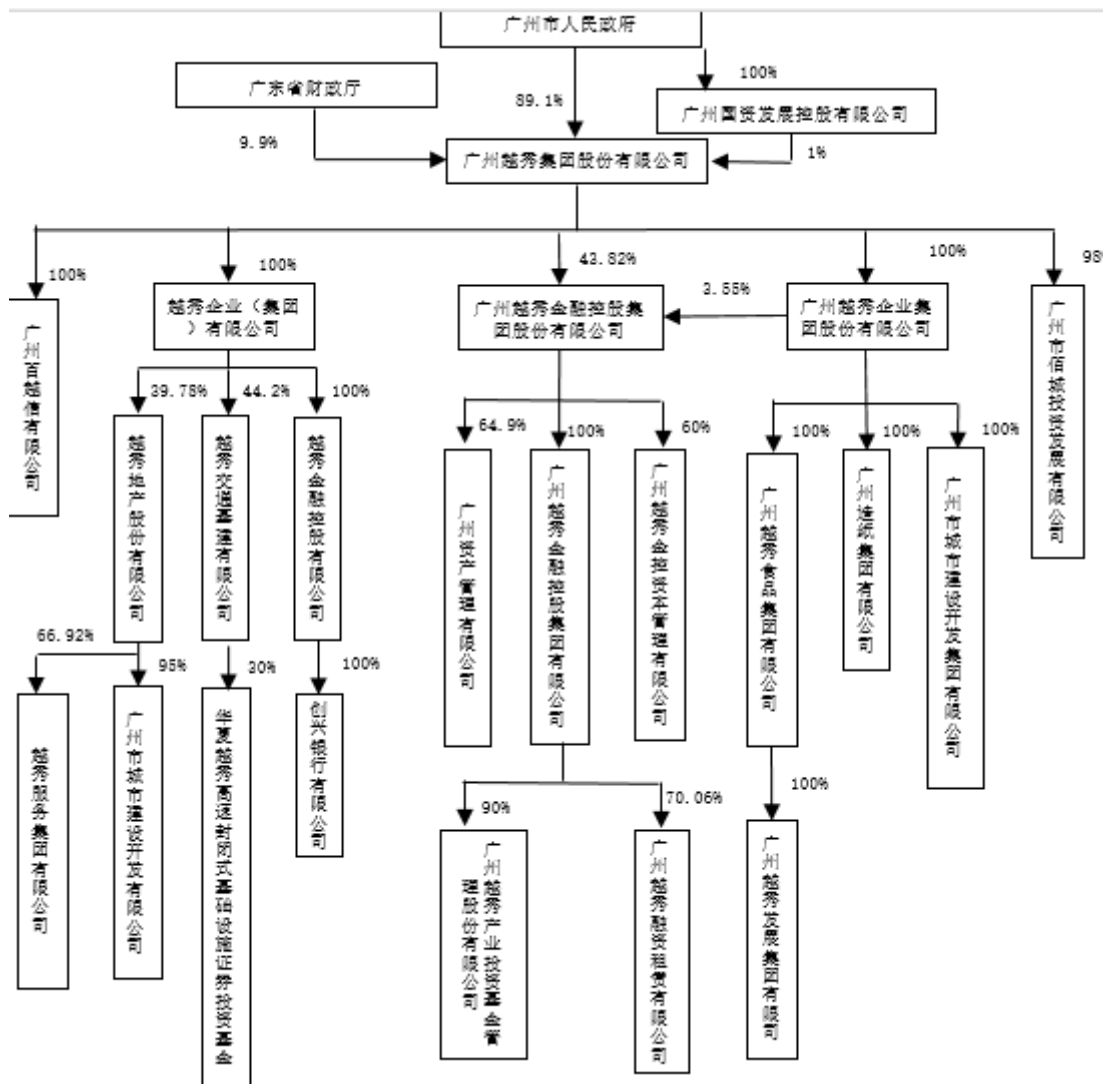
2019~2021 年，公司分别获得政府补助 1.83 亿元、2.82 亿元和 2.72 亿元，政府补贴主要包括企业研究开发省级补助、产业发展项目补贴、招商专项奖励、税费返还、外经贸发展专项资金等。

中诚信国际认为，鉴于广州市持续增强的经济财政实力，公司在广州市国有企业中重要的主体地位及历史上获得的支持情况，预计未来公司将继续获得政府的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州越秀集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 广越 01”、“16 广越 02”、“16 广越 03”、“16 广越 04”、“20 广越 01”、“20 广越 02”、“21 广越 01”、“21 广越 02”、“21 广越 03”、“S21 广扶 2”、“21 广越 04”、“21 广越 06”、“21 广越 07”、“21 广越 Y1”、“21 广越 Y2”、“21 广越 08”、“21 广越 09”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：广州越秀集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5,611,103.41	6,444,895.55	7,807,350.54	8,836,651.25
应收账款	73,886.23	89,353.62	108,304.09	106,911.39
其他应收款	3,150,439.18	3,192,430.69	4,025,711.55	2,802,551.29
存货	15,200,313.93	15,961,242.30	18,109,446.56	20,152,710.24
长期投资	8,302,985.31	9,471,093.29	8,393,877.71	8,839,771.87
在建工程	165,318.54	207,739.88	374,849.31	401,583.36
无形资产	3,679,857.62	3,608,740.90	3,618,533.24	3,662,198.47
总资产	63,209,704.89	67,546,130.30	78,247,952.80	80,549,984.79
其他应付款	3,559,241.03	1,871,893.78	2,810,157.91	2,917,867.52
短期债务	7,098,730.19	9,769,813.63	12,430,180.55	13,026,307.47
长期债务	15,838,754.80	15,657,102.80	17,697,753.73	18,977,768.85
总债务	22,937,484.99	25,426,916.43	30,127,934.28	32,004,076.33
总负债	52,061,757.47	54,638,611.42	63,868,929.59	66,010,342.83
费用化利息支出	470,331.74	387,017.97	467,866.59	123,220.80
资本化利息支出	310,483.70	343,607.58	302,324.91	99,560.96
实收资本	1,126,851.85	1,126,851.85	1,126,851.85	1,126,851.85
少数股东权益	6,641,449.50	7,974,729.21	8,906,946.37	9,014,000.62
所有者权益合计	11,147,947.41	12,907,518.89	14,379,023.22	14,539,641.96
营业总收入	5,860,135.81	6,965,921.86	8,716,181.06	1,592,374.37
经营性业务利润	861,389.06	930,708.13	1,281,863.10	95,683.88
投资收益	324,047.77	570,031.55	484,626.34	48,305.37
净利润	752,367.45	1,099,049.68	1,161,051.13	154,180.72
EBIT	1,653,227.03	1,915,529.14	2,050,090.24	336,231.26
EBITDA	1,797,513.92	2,086,312.20	2,259,192.19	-
销售商品、提供劳务收到的现金	7,051,615.03	8,200,495.79	10,150,669.04	2,748,643.73
收到其他与经营活动有关的现金	1,575,119.34	4,721,661.63	4,661,038.65	607,385.22
购买商品、接受劳务支付的现金	7,014,032.57	7,706,452.53	11,787,811.16	3,264,701.48
支付其他与经营活动有关的现金	458,503.91	2,326,652.86	1,446,764.43	218,978.43
吸收投资收到的现金	1,365,527.94	731,480.66	867,915.09	49.10
资本支出	148,756.50	441,514.80	196,267.55	70,307.97
经营活动产生现金净流量	2,624,340.01	1,167,438.45	80,649.00	-689,494.27
投资活动产生现金净流量	-2,706,495.79	-2,401,860.12	-2,693,846.38	-140,668.45
筹资活动产生现金净流量	631,192.80	719,234.24	4,841,862.19	1,349,482.84
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	41.70	31.53	29.05	24.61
期间费用率(%)	19.28	13.43	10.63	15.58
应收类款项/总资产(%)	10.79	10.05	10.69	8.94
收现比(X)	1.33	1.35	1.31	2.01
总资产收益率(%)	2.88	2.93	2.81	1.69
资产负债率(%)	82.36	80.89	81.62	81.95
总资本化比率(%)	67.29	66.33	67.69	68.76
短期债务/总债务(X)	0.31	0.38	0.41	0.41
FFO/总债务(X)	0.14	0.05	0.04	-0.09
FFO 利息倍数(X)	4.05	1.63	1.42	-3.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	3.36	1.60	0.10	-3.09
总债务/EBITDA(X)	12.76	12.19	13.34	-
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.21	0.18	-
货币资金/短期债务(X)	0.79	0.66	0.63	0.68
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.30	2.86	2.93	-

注：1、中诚信国际根据2019~2021年审计报告和未经审计的2022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调入“长期债务”；4、公司未提供2022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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	721,177.91	1,086,657.37	727,393.59	1,293,396.54
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2,413,385.09	2,927,738.82	4,910,001.41	4,632,417.99
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,398,116.21	3,503,660.44	3,459,107.08	4,120,376.30
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	7,153,522.51	7,788,971.39	9,637,354.05	10,431,770.17
其他应付款	961,098.20	663,438.09	636,807.04	850,377.07
短期债务	1,568,374.88	2,754,286.74	2,354,729.96	3,121,430.22
长期债务	1,964,750.87	2,110,828.28	3,811,612.88	4,084,380.63
总债务	3,533,125.75	4,865,115.03	6,166,342.84	7,205,810.85
总负债	4,496,452.20	5,110,303.81	6,816,449.55	7,655,342.58
费用化利息支出	158,159.62	0.00	215,035.00	62,009.98
资本化利息支出	0.00	151,968.68	0.00	0.00
实收资本	1,126,851.85	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	2,657,070.31	2,678,667.58	2,820,904.50	2,776,427.59
营业总收入	3,079.57	3,389.22	3,536.41	1,158.66
经营性业务利润	-25,045.33	2,873.30	62,357.16	-41,558.85
投资收益	94,587.09	142,100.22	250,367.01	800.06
净利润	85,860.12	145,326.23	319,245.36	-42,756.91
EBIT	244,019.74	145,326.23	536,525.42	19,253.07
EBITDA	244,040.53	145,327.56	536,525.42	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	5,152.16	17.58
收到其他与经营活动有关的现金	4,968,238.55	4,281,963.39	4,363,054.71	2,907,708.35
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	4,823,785.19	4,637,550.72	4,501,263.97	2,438,768.50
吸收投资收到的现金	1,100,984.19	0.00	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	134,403.34	-365,209.54	-143,773.99	464,037.68
投资活动产生现金净流量	-885,669.12	97,166.97	-1,411,961.69	-455,830.59
筹资活动产生现金净流量	1,328,287.37	633,522.05	1,194,631.91	558,347.66
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	874.08	-17.69	-1,701.08	3,638.82
应收类款项/总资产(%)	36.97	40.56	53.35	46.49
收现比(X)	0.00	0.00	1.46	0.02
总资产收益率(%)	3.41	1.95	6.16	0.77
资产负债率(%)	62.86	65.61	70.73	73.38
总资本化比率(%)	57.08	64.49	68.61	72.19
短期债务/总债务(X)	0.44	0.57	0.38	0.43
FFO/总债务(X)	0.00	0.00	0.00	0.26
FFO 利息倍数(X)	0.11	0.10	0.10	7.48
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.85	-2.40	-0.67	7.48
总债务/EBITDA(X)	14.48	33.48	11.49	-
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.05	0.23	-
货币资金/短期债务(X)	0.46	0.39	0.31	0.41
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.54	0.96	2.50	-

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告和未经审计的 2022 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调入“长期债务”；4、公司未提供 2022 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
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+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
现金流	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
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。