



# 广州市城市建设开发有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1528 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	广州市城市建设开发有限公司	AAA/稳定
---------------------	---------------	--------

<b>本次跟踪担保主体及评级结果</b>	广州越秀集团股份有限公司	AAA/稳定
----------------------	--------------	--------

<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“19 穗建 04”、“21 穗建 01”、“21 穗建 02”、“21 穗建 03”、“21 穗建 04”、“21 穗建 05”、“22 穗建 01”、“22 穗建 02”、“22 穗建 03”、“22 穗建 04”、“22 穗建 05”、“22 穗建 06”、“22 穗建 07”、“22 穗建 08”、“22 穗建 09”、“22 穗建 10”、“23 穗建 01”、“23 穗建 02”、“23 穗建 04”	AAA
--------------------	--	-----

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于广州市城市建设开发有限公司（以下简称“广州城建”或“公司”）的控股股东广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）背景实力很强且可对公司提供较大支持、公司销售业绩展现出较强的韧性且在广州市具有显著的竞争优势、项目储备充足且布局良好、财务杠杆维持在较低水平以及备用流动性充足且融资渠道通畅等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、公司对于合作项目的运营和资金管理情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。本次债项信用等级充分考虑了广州越秀集团股份有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对受评债项还本付息的保障作用。

**评级展望**

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

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**股东支持力度显著下降、签约销售金额大幅下降、财务杠杆比率大幅上升、盈利能力严重恶化、流动性指标显著弱化。

正面
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 作为越秀集团旗下主要的房地产开发平台，在项目资源、资本运作等方面可持续得到股东方较大支持</li> <li>■ 销售业绩展现出较强的韧性，在广州市具有显著的竞争优势</li> <li>■ 项目储备充足且布局在大湾区及华东区域等经济良好的区域</li> <li>■ 财务杠杆维持在较低水平，备用流动性充足且融资渠道通畅</li> <li>■ 有效的偿债担保措施</li> </ul>
关注
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战</li> <li>■ 合作项目运营和资金管理情况</li> </ul>

项目负责人：石 焯 sshi@ccxi.com.cn  
项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

广州城建（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	2,474.63	2,923.00	3,230.49
所有者权益合计（亿元）	714.60	780.06	861.89
总负债（亿元）	1,760.04	2,142.94	2,368.60
总债务（亿元）	516.94	572.32	647.40
营业总收入（亿元）	423.27	542.83	689.96
净利润（亿元）	58.24	70.88	67.87
EBITDA（亿元）	67.06	68.48	87.11
经营活动净现金流（亿元）	173.21	24.28	7.48
营业毛利率(%)	28.11	24.33	23.43
净负债率(%)	39.06	39.08	57.67
总债务/EBITDA(X)	7.71	8.36	7.43
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.41	2.50	3.00

注：1、中诚信国际根据广州城建提供的其经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理；其中，2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数。2、本报告中其他应付款、其他非流动负债中有息部分计入总债务，总债务不含应付票据；本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

## 担保主体财务概况

越秀集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	6,754.61	7,824.80	9,034.77	9,206.33
所有者权益合计（亿元）	1,290.75	1,437.90	1,576.34	1,597.94
负债合计（亿元）	5,463.86	6,386.89	7,458.43	7,608.39
总债务（亿元）	2,688.37	3,156.76	3,621.42	3,752.71
营业总收入（亿元）	696.59	871.62	1,060.29	191.12
净利润（亿元）	109.90	116.11	108.84	18.80
EBIT（亿元）	183.90	201.64	185.39	--
EBITDA（亿元）	204.33	228.62	223.77	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	116.74	8.06	71.83	-22.49
营业毛利率（%）	27.14	25.09	22.19	18.90
总资产收益率（%）	2.72	2.77	2.20	1.76
EBIT 利润率（%）	30.25	26.08	19.34	--
资产负债率（%）	80.89	81.62	82.55	82.64
总资本化比率（%）	70.12	70.93	71.66	72.08
总债务/EBITDA（X）	13.16	13.81	16.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.52	2.69	2.37	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.01	0.02	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其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 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 2021~2022 年的审计报告及未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理；其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2022 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
华发股份	1,202.41	4,026.91	88.57	1.91	591.90	7.98	0.20	2.05

首开股份	869.63	2,782.96	153.65	1.40	479.21	1.92	0.25	3.01
首创城发	268.33	2,146.42	229.61	1.16	251.69	-1.14	0.19	3.87
广州城建	684.88*	3,230.49	57.67	1.42	689.96	9.84	0.28	0.94

**中诚信国际认为，广州城建在规模方面与对比企业均处于行业较高水平，非受限货币资金均可对短期债务形成覆盖，而存货周转效率、盈利能力、财务杠杆及销售回款对总债务的保障能力均优于对比企业。**

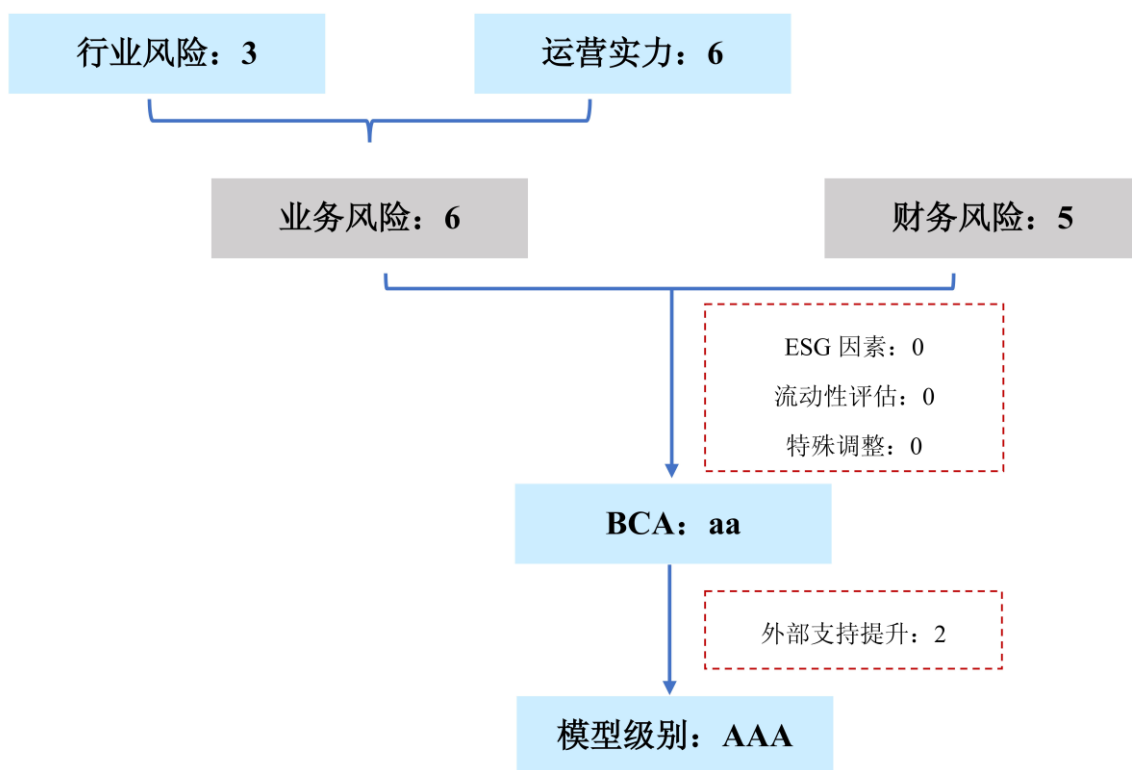
注：“华发股份”为“珠海华发实业股份有限公司”简称，证券代码 600325.SH；“首开股份”为“北京首都开发股份有限公司”简称，证券代码 600376.SH；“首创城发”为“北京首创城市发展集团有限公司”简称。广州城建的销售金额为并表口径，华发股份、首开股份和首创城发的销售金额为全口径。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级等级	上次债项 评级等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 穗建 04	AAA	AAA	2022/5/31	15.00	15.00	2019/9/27~2024/9/27 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
21 穗建 01	AAA	AAA	2022/5/31	15.00	15.00	2021/07/22~2026/07/22 (3+2)	回售,调整票面利率,赎回
21 穗建 02	AAA	AAA	2022/5/31	10.00	10.00	2021/07/22~2028/07/22 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
21 穗建 03	AAA	AAA	2022/5/31	15.00	15.00	2021/9/13~2026/9/13 (3+2)	回售,赎回,调整票面利率
21 穗建 04	AAA	AAA	2022/5/31	5.00	5.00	2021/9/13~2028/9/13 (5+2)	回售,赎回,调整票面利率
21 穗建 05	AAA	AAA	2022/5/31	15.00	15.00	2021/9/28~2026/9/28 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回
22 穗建 01	AAA	AAA	2022/5/10	5.00	5.00	2022/5/17~2027/5/17 (3+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 02	AAA	AAA	2022/5/10	15.00	15.00	2022/5/17~2029/5/17 (5+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 03	AAA	AAA	2022/5/17	10.00	10.00	2022/5/24~2027/5/24 (3+2)	调整票面利率,回售,赎回
22 穗建 04	AAA	AAA	2022/5/17	11.50	11.50	2022/5/24~2029/5/24 (5+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 05	AAA	AAA	2022/6/8	10.00	10.00	2022/6/24~2027/6/24 (3+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 06	AAA	AAA	2022/6/8	10.00	10.00	2022/6/24~2029/6/24 (5+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 07	AAA	AAA	2022/6/24	4.00	4.00	2022/7/5~2027/7/5 (3+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 08	AAA	AAA	2022/6/24	7.00	7.00	2022/7/5~2029/7/5 (5+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 09	AAA	AAA	2022/9/9	15.00	15.00	2022/9/23~2027/9/23 (3+2)	赎回,调整票面利率,回售
22 穗建 10	AAA	AAA	2022/9/9	10.90	10.90	2022/9/23~2029/9/23 (5+2)	调整票面利率,赎回,回售
23 穗建 01	AAA	AAA	2023/1/12	7.00	7.00	2023/2/21~2028/2/21 (3+2)	调整票面利率,赎回,回售
23 穗建 02	AAA	AAA	2023/1/12	12.00	12.00	2023/2/21~2030/2/21 (5+2)	调整票面利率,赎回,回售
23 穗建 04	AAA	AAA	2023/3/9	15.00	15.00	2023/3/24~2030/3/24 (5+2)	赎回,调整票面利率,回售

## 评级模型

### 广州市城市建设开发有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险:

广州城建属于房地产行业，行业风险评估为中等；广州城建销售业绩展现出较强的韧性，具有较强的规模优势和抗风险能力，项目储备较为充足且布局良好，融资渠道畅通且融资成本较低，经营较为稳健，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险:

广州城建盈利能力处于同行业较好水平，财务结构保持稳健，EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间，销售回款对总债务的保障能力较强，非受限货币资金可覆盖短期债务，财务风险评估为较低。

### ■ 个体信用状况 (BCA) :

依据中诚信国际的评级模型，广州城建具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持:

公司间接控股股东越秀集团是广州国资委下属重点国企集团，自 2009 年成立以来持续获得广州市政府在资金注入、优良资产划拨和项目承接等方面的大力支持。公司作为越秀集团旗下主要的房地产开发平台，可持续在项目资源、资本运作等方面获得较大的股东支持，外部支持调升 2 个子级。

## 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

跟踪期内，公司完成广州市城市建设开发有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) (品种一债券简称为“22 穗建 01”、债券代码为“185771.SH”；品种二债券简称为“22 穗建 02”，债券代码为“185774.SH”)、广州市城市建设开发有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期) (品种一债券简称为“22 穗建 03”、债券代码为“185772.SH”；品种二债券简称为“22 穗建 04”，债券代码为“185773.SH”)、广州市城市建设开发有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第三期) (品种一债券简称为“22 穗建 05”、债券代码为“185916.SH”；品种二债券简称为“22 穗建 06”，债券代码为“185917.SH”)、广州市城市建设开发有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第四期) (品种一债券简称为“22 穗建 07”、债券代码为“185965.SH”；品种二债券简称为“22 穗建 08”，债券代码为“155866.SH”)、广州市城市建设开发有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第五期)(品种一债券简称为“22 穗建 09”、债券代码为“137826.SH”；品种二债券简称为“22 穗建 10”，债券代码为“137827.SH”)、广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) (品种一债券简称为“23 穗建 01”、债券代码为“138935.SH”；品种二债券简称为“23 穗建 02”，债券代码为“138936.SH”)和广州市城市建设开发有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)(品种二) (债券简称为“23 穗建 04”、债券代码为“115026.SH”) 的发行，分别募集资金 20 亿元、21.5 亿元、20 亿元、11 亿元、25.9 亿元、19 亿元和 15 亿元。

公司按期完成“19 穗建 01”、“16 穗建 03”的本息兑付并摘牌，对“19 穗专 01”、“19 穗建 02”、“20 穗建 01”行使赎回选择权并摘牌。此外，公司对“19 穗建 04”下调票面利率至 2.53%，存续余额不变。

截至本报告出具日，“19 穗建 04”、“21 穗建 01”、“21 穗建 02”、“21 穗建 03”、“21 穗建 04”、“21 穗建 05”、“22 穗建 01”、“22 穗建 02”、“22 穗建 03”、“22 穗建 04”、“22 穗建 05”、“22 穗建 06”、“22 穗建 07”、“22 穗建 08”、“22 穗建 09”、“22 穗建 10”、“23 穗建 01”、“23 穗建 02”、“23 穗建 04”募集资金均按照募集说明书上列明的用途使用。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突

及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望，2023 年3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，越秀地产全口径销售金额保持增长，尤其在广州市竞争优势显著，公司作为越秀地产在境内的运营主体，具有较强的规模优势和抗风险能力；公司项目储备较为充足且布局在大湾区及华东区域等经济发展良好的区域，为其未来发展提供强有力的支持；此外，畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供有力支持，经营较为稳健。

公司地产项目主要布局于珠三角、长三角等区域，具有较强的规模优势；在低迷的市场环境下，2022 年越秀地产全口径销售金额保持增长，且在其大本营广州市具有显著的竞争优势，公司作为越秀地产在境内的运营主体，表现出较强的抗风险能力。

公司是越秀地产在境内的主要运营主体，定位于开发中、高端房地产项目，业务以广州地区为核心，并稳步拓展至东莞、中山、南京、苏州、上海、宁波、武汉、重庆、青岛等珠三角、长三角、华中、西南和环渤海等区域的多个城市，已具备较强的规模优势。项目开发方面<sup>1</sup>，近两年公司保持较大拿地力度，2022 年公司并表项目新开工面积同比增长 18.22%，竣工面积因施工进度减缓的影响有所下降。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	493.21	343.51	406.10
竣工面积	334.28	332.63	282.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年公司并表口径销售金额略有下降，但从越秀地产公布的数据来看，越秀地产全口径销售金额保持增长，尤其在 2022 年整体市场低迷的情况下，其仍能维持增长趋势，2022 年实现全口径销售金额 1,250.3 亿元，同比增长约 8.6%。2023 年以来越秀地产销售规模进一步增长，1~5 月实现全口径销售金额 695.19 亿元，同比增长约 100.8%。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
销售面积（并表口径）	266.16	260.37	214.17
销售金额（并表口径）	715.86	688.16	684.88
销售均价（并表口径）	26,896	26,430	31,978

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，近年来公司主要签约销售贡献以湾中区域（含湾东区域和轨交）和华东区域为主，2022 年上述区域的签约销售金额合计占比达 92.80%。从单城表现来看，根据克而瑞 2022 年全年及 2023 年 1~5 月房企销售排行榜，越秀地产于广州全口径及权益签约销售金额均排名第一，在广州市的竞争优势显著。

表 3：近年来公司地产销售情况（万平方米、亿元）

<sup>1</sup> 2020 年新开工面积、竣工面积、签约销售面积、签约销售金额及新增土地储备等数据与 2021 年 6 月 23 日披露的《广州市城市建设开发有限公司 2021 年度跟踪评级报告》中不一致，主要系数据统计口径调整所致。

区域	2020		2021		2022	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
湾中区域（含湾东区域和轨交）	132.50	457.70	139.13	492.67	109.71	375.21
华东区域	64.96	162.34	52.00	96.78	62.97	260.34
湾西区域	17.12	32.04	23.08	43.03	16.75	21.16
华中区域	30.54	34.28	31.59	36.71	16.20	19.09
北方区域	17.90	26.73	8.85	9.86	6.17	5.12
西南区域	3.13	2.77	5.73	9.10	2.36	3.95
<b>合计</b>	<b>266.15</b>	<b>715.86</b>	<b>260.37</b>	<b>688.16</b>	<b>214.17</b>	<b>684.88</b>

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司储备项目资源较为充足且区域布局良好，可为其未来发展提供强有力的支持。**

截至 2022 年末，公司土地储备面积<sup>2</sup>合计 1,642.61 万平方米，按其销售规模测算，公司土地储备充足，可为其未来业务发展提供保障。从土地储备区域分布来看，2022 年末湾中区域（含湾东区域和轨交区域）的土地储备面积占比超过一半，华东区域和华中地区土地储备面积占比分别为 18.32%和 7.66%。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 4：截至 2022 年末公司土地储备分布情况（个、万平方米）**

区域	数量	宗地面积	总建筑面积	总建筑面积占比
湾中区域（含湾东区域和轨交区域）	31	236.33	937.83	57.09%
华东区域	16	122.33	300.98	18.32%
华中区域	6	37.77	125.77	7.66%
北方区域	5	66.53	111.34	6.78%
湾西区域	4	16.19	71.20	4.33%
其他地区	7	40.41	95.49	5.81%
<b>总计</b>	<b>69</b>	<b>519.56</b>	<b>1,642.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司土地投资力度较大，2022 年向自身优势较大及经济发展较好的区域进一步集中；畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供有力支持，整体经营较为稳健。**

随着公司在全国范围内业务布局的推进，公司近年来投资力度较大，2020~2022 年公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 35.39%、62.04%和 58.72%。2022 年公司将拿地重心放在自身的优势区域及经济发展程度较高的区域核心城市，当年新增并表项目 19 个，位于广州、杭州、上海、南京、成都、重庆和郑州七个城市，其中广州和杭州的新增项目金额占比约为 69%。

**表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）**

指标	2020	2021	2022
新增项目数量	12	19	19
新增土地储备面积	319.41	452.72	328.12

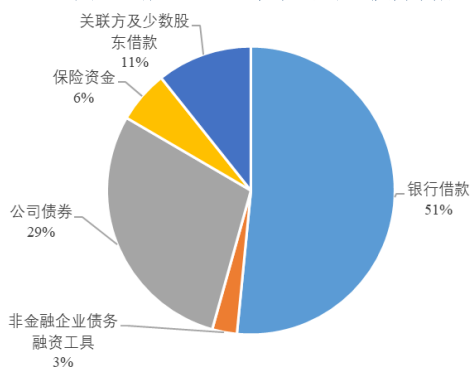
<sup>2</sup> 项目储备口径为在建未售面积和待开发面积。

新增土地储备金额	253.31	426.94	402.17
新增土地均价	7,930.56	9,430.55	12,257
期末土地储备总面积	1,549.74	1,678.78	1,642.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

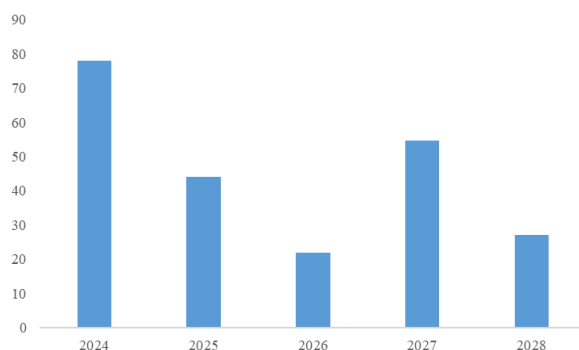
融资渠道方面，公司主要通过银行借款和发行公司债券进行筹资。公司与金融机构保持友好合作关系，在市场整体融资环境收紧的背景下，公司到期的公开市场信用债均实现接续，并扩容发行境内信用债，且融资成本较低，保持了通畅的融资渠道，可为公司业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度较高。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2023/6/27 公司公开市场债务到期/回售分布情况



资料来源：公开数据，中诚信国际整理

### 持有型物业租金收入可为公司带来一定现金流补充。

持有型物业方面，公司租金收入贡献较大来源主要系广州环贸中心、寺右新马路南二街等停车场、二沙 11 区、体育东路 16,18,20,22 号首层等商铺、广州广源文化中心取得的收入，可为公司带来一定的现金流补充。

表 6：近年来公司主要持有的经营性物业租金收入情况（万元）

投资性物业项目	2020	2021	2022
广州越秀金融大厦	33,047	30,883	--
广州环贸中心	--	4,876	14,965
寺右新马路南二街等停车场	1,830	1,678	1,538
体育东路 16,18,20,22 号首层等商铺	1,325	1,413	527
广源文化中心	1,865	1,153	437
白马大厦停车场	1,027	1,069	460
二沙 11 区	614	783	1,057
国际羽毛球培训中心	627	753	518
天河南住 4 区综合服务楼	368	514	129
城总大厦	333	411	309
天晖阁停车场	41	29	33
其他零星物业	5,193	4,687	5,949
<b>合计</b>	<b>46,270</b>	<b>48,249</b>	<b>25,922</b>

注：越秀金融大厦已于 2021 年 12 月 23 日出售予越秀房地产投资信托基金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，广州城建经营性业务利润保持增长，盈利能力处于同行业较好水平；合作项目的增多及市场回暖的不确定性对其项目运营管理能力提出更高要求，但公司财务结构保持稳健，EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间，且畅通的融资渠道可为其业务运营及再融资提供有力支持。

*受结转项目土地成本上升的影响，公司营业毛利率同比下滑，但经营性业务利润保持增长，考虑到行业下行的背景，公司整体盈利能力仍处于同行业较好水平。*

公司主营业务突出，商品房销售占营业总收入比重保持在 90%以上，租金收入和其他业务收入对公司收入形成了一定补充。2022 年公司商品房销售收入增长带动整体营业收入增长。毛利率方面，受行业发展趋势的影响，商品房结转项目土地成本不断上升，公司商品房销售板块毛利率持续下滑，带动了整体毛利率的下降，但仍处于行业较高水平。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用随着业务规模扩大而增长；公司利息支出的资本化比例较大，同时由于收到利息收入，2021 年公司财务费用为净收益，2022 年财务费用略有增长；综合来看，公司期间费用率处于较低水平。盈利方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，随着营业收入增长，公司经营性业务利润同比增长 26.47%。2021 年投资收益主要来自于处置物业和子公司，2022 年投资收益主要来自于往来款利息收入。2022 年受行业下行的影响，资产减值同比大幅增长，对公司利润产生一定程度的侵蚀。2022 年净利润率同比下降 3.22 个百分点，但仍处于行业较好水平。

表 7：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	397.51	28.54%	524.48	24.53%	671.28	23.46%
房屋租赁	4.63	73.62%	4.83	71.94%	2.59	24.74%
物业管理	4.76	3.19%	--	--	--	--
其他业务	16.37	12.03%	13.53	-0.23%	16.09	21.99%
合计	423.27	28.11%	542.83	24.33%	689.96	23.43%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022
期间费用率	5.40%	5.10%	4.96%
经营性业务利润	63.95	76.27	96.46
投资收益	12.36	15.58	5.29
资产减值损失	4.69	9.70	13.79
信用减值损失	--	--	--
EBITDA	67.06	68.48	87.11
利润总额	77.02	97.50	91.52
净利润率	13.76%	13.06%	9.84%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

*公司资产规模大，具有规模优势，净负债率有所上升但维持在行业较低水平，短期债务占比较低，财务结构稳健；但随着合作项目的增多以及市场回暖的不确定性，公司对于合作项目的业务运营及资金管理情况值得关注。*

公司具有规模优势。从资产结构来看，存货（包含流动资产中的存货和非流动资产中的存货）是其主要构成，其次为其他应收款和货币资金。具体来看，公司存货保持增长，存货周转率有所改善，但存货中开发产品占比仍略为偏高，部分项目的后续去化有待关注；随着合作项目增多，其他应收款和长期股权投资规模均保持增长，当前市场回暖的不确定性对合作项目的业务运营及资金管理提出更高要求；2022 年末货币资金总额减少，其中受限部分占比有明显上升，主要因预售监管政策收紧、销售回款相关资金未达到解监条件。

负债方面，预收款项（含合同负债，下同）和债务是公司负债的最主要构成。公司预收款项余额较大，截至 2022 年末，公司预收款项为当期营业收入的 1.04 倍，对未来收入结转提供一定支撑。随着业务规模的快速扩张，公司总债务规模持续增长，但债务期限结构较为合理。

所有者权益方面，由于合作项目增加且合作方补足资本金，公司少数股东权益规模快速增长，所有者权益呈增长趋势。财务杠杆方面，由于货币资金受限比例上升及债务规模增长，公司净负债率有所上升，但仍处于行业中较低水平。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022
货币资金	327.33	343.18	275.72
其他应收款	329.38	397.32	404.35
存货（流动+非流动） <sup>3</sup>	1,458.84	1,716.32	2,032.20
开发产品/存货	15.67%	14.04%	14.23%
存货周转率（次/年）	0.22	0.26	0.28
长期股权投资	78.73	105.68	163.43
流动资产占比	88.75%	91.17%	89.66%
总资产	2,474.63	2,923.00	3,230.49
其他应付款	342.11	410.84	452.19
预收款项	541.57	719.37	718.56
总债务	516.94	572.32	647.40
短期债务/总债务	14.31%	44.11%	16.31%
净负债率	39.06%	39.08%	57.67%
少数股东权益	192.10	254.08	347.32
所有者权益	714.60	780.06	861.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成

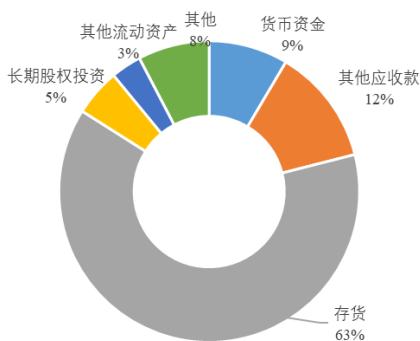
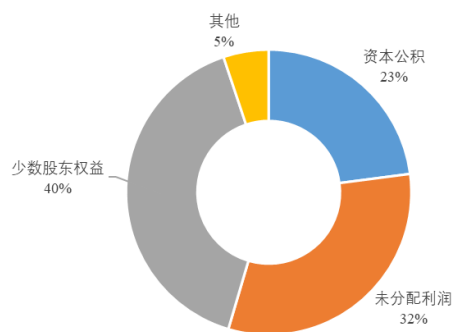


图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



<sup>3</sup> 公司将部分存货计入非流动资产，为便于与其他房地产公司比较分析，本报告将此部分调整至流动资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司经营获现能力较强，EBITDA 对债务本息提供的支撑水平保持在合理区间，债务期限结构较好，非受限货币资金可覆盖短期债务。**

公司并表口径销售回款表现良好，2022 年销售商品、提供劳务收到的现金基本保持上年同期规模，经营活动现金流保持净流入，但净流入规模下降。公司房地产合联营项目增加及为关联方提供资金等支出较多，投资活动现金持续呈净流出态势。由于支付少数股东和关联方的借款及保理款金额较大，2022 年筹资活动现金流呈净流出态势。

得益于公司盈利规模的增长，EBITDA 对债务本息提供的支持保持在合理水平。债务期限结构上来看，公司债务以长期债务为主，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	173.21	24.28	7.48
销售商品、提供劳务收到的现金	567.24	719.55	685.90
投资活动净现金流	-78.79	-69.93	-30.49
筹资活动净现金流	-67.41	75.32	-94.27
总债务/EBITDA	7.71	8.36	7.43
EBITDA 利息倍数	2.41	2.50	3.00
非受限货币资金/短期债务	3.21	1.06	1.42
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.91	0.80	0.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 511.50 亿元，占总资产的比重为 15.83%，其中受限制的存货 337.83 亿元，主要为长期借款抵押；受限货币资金 125.37 亿元，主要为预售监管资金。

截至 2022 年末，公司合并口径对外担保合计 40.48 亿元，占当期末所有者权益的比重为 4.70%。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

**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，2020~2023 年 4 月 25 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 预测与假设<sup>4</sup>

### 假设

——2023 年，预计广州城建全年全口径销售规模同比小幅增长。

——2023 年，预计广州城建全口径土地投资规模同比下降。

<sup>4</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2023 年，预计广州城建收入规模同比小幅上升，全年毛利率预计有所下降。

## 预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	39.08	57.67	48.9~59.5
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.80	0.94	0.9~1.1

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，广州城建的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。**

根据公司 2022 年的销售表现及 2023 年规划，公司预计仍能保持较高的销售及回款规模；2022 年末，公司非受限货币资金为 150.34 亿元，可覆盖短期债务；此外，公司尚未使用的授信额度为 423.63 亿元，且融资渠道通畅，备用流动性较好。

公司资金流出主要用于获取土地储备、建安和各项税费支出以及偿还债务。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道顺畅，因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出，公司拿地力度预计将有所减小，工程建设支出可由开发贷款及销售回款支撑。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

## ESG 分析<sup>5</sup>

**中诚信国际认为，公司聚焦“双碳”目标，推动绿色低碳发展，并积极履行企业社会责任；目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司积极响应“双碳”目标，坚持走可持续发展实践理念，聚焦绿色建筑设计；升级现场标准化建造体系，打造更环保工地；推行绿色管理和绿色租赁，开展节能改造和排放管理，打造更低碳商住空间。

社会方面，公司不断加强与供应商的协作，将可持续发展的理念传导至上下游价值链；通过开展保障性住房建设，推动城市更新，开展合作办学，举办多元化的社区活动等方式，支持社区发展；组织员工采购助农产品，对口帮扶捐赠，以响应国家乡村振兴政策号召。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

<sup>5</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

**作为越秀集团旗下主要的房地产开发平台，公司在项目资源、借贷、担保等方面可持续获得股东方较大支持。**

公司的间接控股股东越秀集团是广州国资委下属的重点国企集团，自 2009 年成立以来持续获得广州市政府在资金注入、优良资产划拨和项目承接等方面的支持。越秀集团旗下众多子公司已实现上市，具体包括越秀地产、越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK）、越秀房地产投资信托基金（股票代码 00405.HK）、广州越秀资本控股集团股份有限公司（股票代码 000987.SZ）、越秀服务集团有限公司（股票代码 06626.HK）和华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT（股票代码 180202.SZ）。

越秀地产为越秀集团旗下房地产板块的运营主体，广州城建作为越秀地产的境内运营主体，在项目资源、借贷、担保等方面可持续获得越秀集团较大支持。此外，越秀地产引入广州地铁集团有限公司成为战略股东，合力开拓“轨交+物业”TOD 发展模式，有力支撑公司稳健发展。

## 同行业比较

中诚信国际选取了北京首都开发股份有限公司、珠海华发实业股份有限公司和北京首创城市发展集团有限公司作为广州建的可比公司，上述三家企业与公司在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，广州城建在规模方面与对比企业均处于行业较高水平，非受限货币资金均可对短期债务形成覆盖，而存货周转效率、盈利能力、财务杠杆及销售回款对总债务的保障能力均优于对比企业。**

## 偿债保障措施

广州越秀集团股份有限公司（以下简称“越秀集团”）为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保。

越秀集团成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 10,000 万元，广州市人民政府系公司的唯一出资人，并授权广州市国资委履行出资人职责。后经过多次增资，截至 2022 年末，越秀集团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、广东省财政厅和广州国资发展控股有限公司分别持有越秀集团 89.10%、9.90%和 1.00%的股权，广州市人民政府为其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，越秀集团旗下众多子公司已实现上市，具体包括越秀地产、越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK）、越秀房地产投资信托基金（股票代码 00405.HK）、广州越秀资本控股集团股份有限公司（股票代码 000987.SZ）、越秀服务集团有限公司（股票代码 06626.HK）和华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT（股票代码 180202.SZ）。截至 2023 年 3 月末，越秀集团资产总额 9,206.33 亿元，2022 年越秀集团实现营业收入 1,060.29 亿元，2023 年 1~3 月实现收入 191.12 亿元。

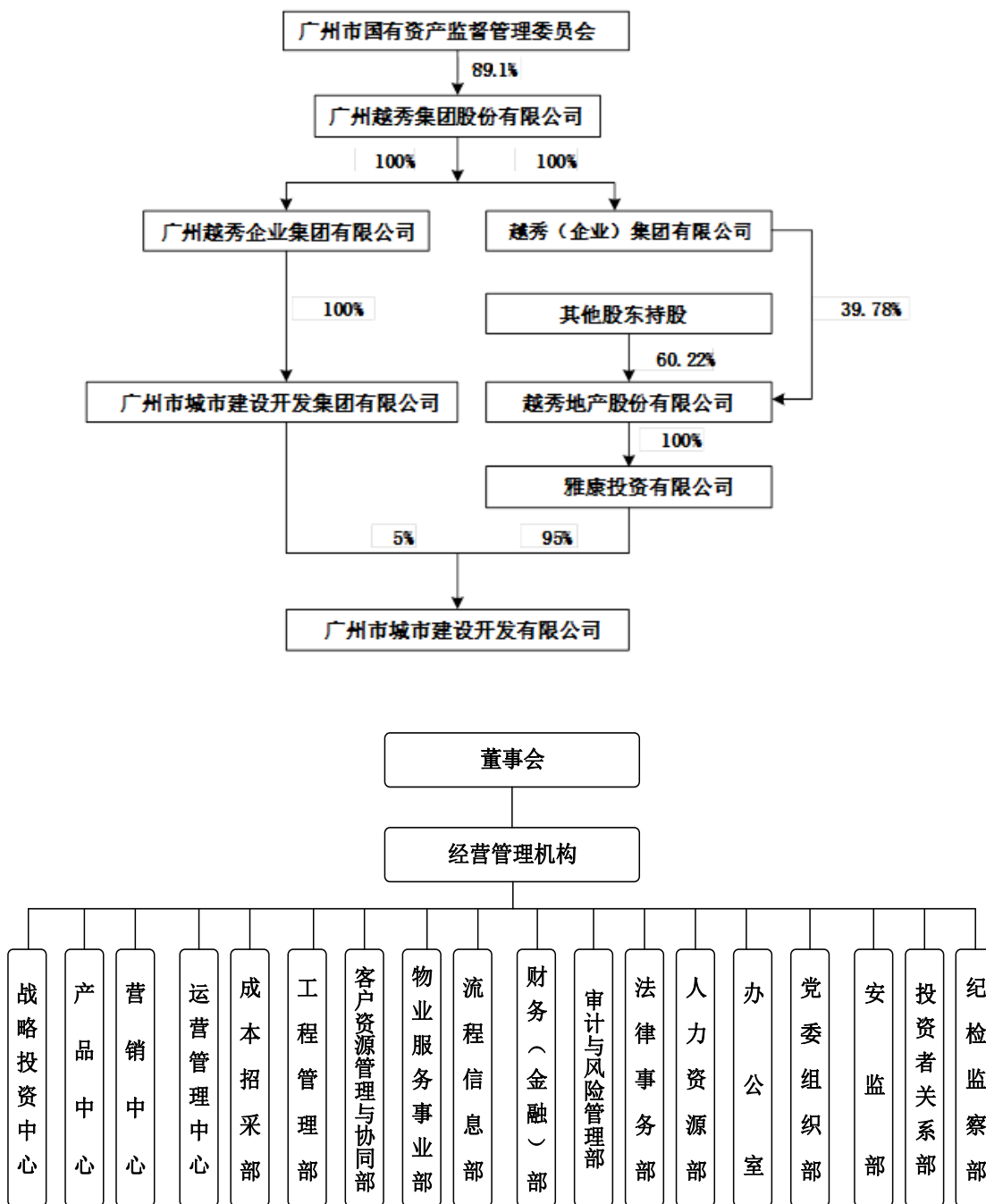
综合来看，中诚信国际维持越秀集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的不可撤销连带责任保证担保对受评债项还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论



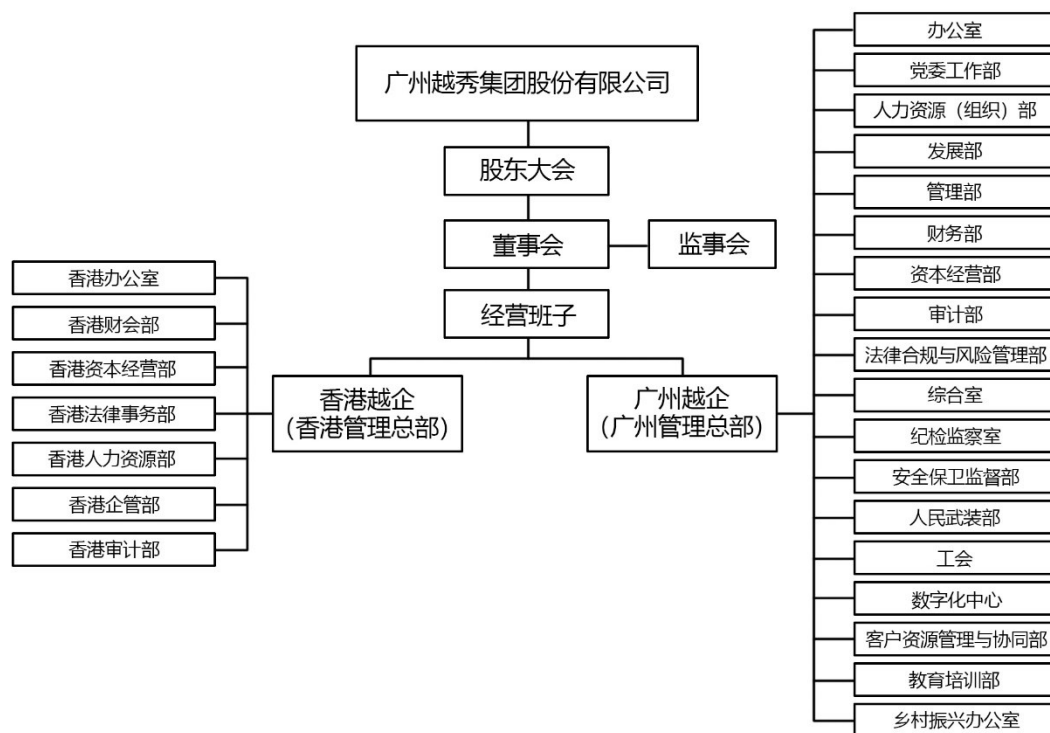
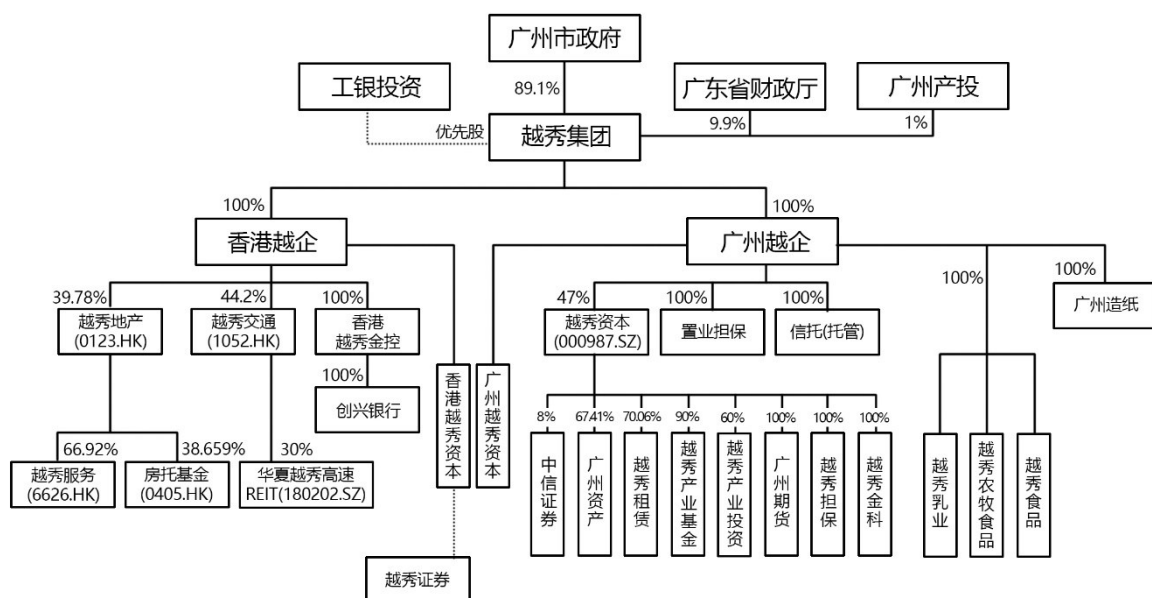
综上所述，中诚信国际维持广州市城市建设开发有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 穗建 04”、“21 穗建 01”、“21 穗建 02”、“21 穗建 03”、“21 穗建 04”、“21 穗建 05”、“22 穗建 01”、“22 穗建 02”、“22 穗建 03”、“22 穗建 04”、“22 穗建 05”、“22 穗建 06”、“22 穗建 07”、“22 穗建 08”、“22 穗建 09”、“22 穗建 10”、“23 穗建 01”、“23 穗建 02”、“23 穗建 04”的信用等级为 **AAA**。

### 附一：广州市城市建设开发有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：广州越秀集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：广州市城市建设开发有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	3,273,285.79	3,431,847.84	2,757,156.02
其他应收款	3,293,834.63	3,973,223.55	4,043,501.02
存货	14,588,404.24	17,163,184.38	20,321,974.10
长期投资	914,274.28	1,162,296.10	1,738,871.74
固定资产	170,176.66	157,898.17	148,186.16
在建工程	142,373.76	226,241.09	319,556.89
无形资产	329,059.60	325,968.14	329,801.62
投资性房地产	1,144,594.00	518,638.00	546,909.00
资产总计	24,746,311.58	29,230,023.57	32,304,926.62
预收款项	5,415,708.19	7,193,653.40	7,185,562.77
其他应付款	3,421,088.43	4,108,413.99	4,521,869.81
短期债务	739,832.73	2,524,218.72	1,055,929.51
长期债务	4,429,582.92	3,198,980.86	5,418,098.43
总债务	5,169,415.65	5,723,199.58	6,474,027.94
净债务	2,791,254.61	3,048,277.14	4,970,590.49
负债合计	17,600,356.67	21,429,403.97	23,686,046.08
所有者权益合计	7,145,954.92	7,800,619.60	8,618,880.54
利息支出	278,778.34	274,190.41	290,843.07
营业总收入	4,232,654.96	5,428,330.87	6,899,639.39
经营性业务利润	639,535.39	762,662.09	964,565.25
投资收益	123,613.29	155,753.06	52,861.05
净利润	582,396.11	708,771.05	678,654.50
EBIT	658,490.00	663,149.52	836,543.45
EBITDA	670,555.57	684,766.73	871,093.16
销售商品、提供劳务收到的现金	5,672,402.41	7,195,508.69	6,858,979.20
经营活动产生的现金流量净额	1,732,092.09	242,793.86	74,804.61
投资活动产生的现金流量净额	-787,917.89	-699,260.92	-304,920.40
筹资活动产生的现金流量净额	-674,077.13	753,234.55	-942,701.73
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	28.11	24.33	23.43
期间费用率（%）	5.40	5.10	4.96
EBITDA 利润率（%）	15.84	12.61	12.63
净利润率（%）	13.76	13.06	9.84
净资产收益率（%）	8.73	9.48	8.27
存货周转率（X）	0.22	0.26	0.28
资产负债率（%）	71.12	73.31	73.32
总资本化比率（%）	41.98	42.32	42.89
净负债率（%）	39.06	39.08	57.67
短期债务/总债务（%）	14.31	44.11	16.31
非受限货币资金/短期债务（X）	3.21	1.06	1.42
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.28	-0.01	-0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.96	-0.01	-0.20
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	6.21	0.89	0.26
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.91	0.80	0.94
总债务/EBITDA（X）	7.71	8.36	7.43
EBITDA/短期债务（X）	0.91	0.27	0.82
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.41	2.50	3.00

注：1、中诚信国际根据 2020-2022 年度审计报告整理；其中，2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数。2、本报告中其他应付款、其他非流动负债中有息部分计入总债务，总债务不含应付票据。

## 附四：广州越秀集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	6,444,895.55	7,807,350.54	8,567,362.94	9,636,124.29
应收账款	89,353.62	108,304.09	197,300.69	136,535.83
其他应收款	3,192,430.69	4,020,095.03	4,506,906.88	3,982,757.80
存货	15,961,242.30	18,109,446.56	21,202,854.42	21,965,898.41
长期投资	8,282,694.41	8,393,877.71	9,225,684.28	9,792,637.41
固定资产	882,261.88	926,953.54	1,544,954.83	1,645,956.37
在建工程	207,739.88	374,849.31	655,484.05	640,429.84
无形资产	3,608,740.90	3,618,533.24	4,349,565.50	4,558,446.21
资产总计	67,546,130.30	78,247,952.80	90,347,698.50	92,063,329.84
其他应付款	1,869,696.58	2,800,847.28	2,673,368.25	3,017,320.23
短期债务	9,777,644.71	12,430,180.55	13,915,382.52	13,630,814.91
长期债务	17,106,054.68	19,137,395.24	22,298,817.23	23,896,305.08
总债务	26,883,699.39	31,567,575.79	36,214,199.75	37,527,119.99
净债务	20,624,124.67	23,760,225.25	27,829,627.55	27,890,995.70
负债合计	54,638,611.42	63,868,929.59	74,584,294.34	76,083,925.89
所有者权益合计	12,907,518.89	14,379,023.22	15,763,404.17	15,979,403.96
利息支出	809,509.46	849,075.40	943,907.86	--
营业总收入	6,965,921.86	8,716,181.06	10,602,852.77	1,911,235.53
经营性业务利润	930,708.13	1,281,863.10	1,270,903.97	167,010.74
投资收益	570,031.55	484,626.34	344,909.63	94,780.23
净利润	1,099,049.68	1,161,051.13	1,088,353.65	187,996.35
EBIT	1,839,015.54	2,016,362.03	1,853,907.06	--
EBITDA	2,043,339.73	2,286,158.02	2,237,721.77	--
经营活动产生的现金流量净额	1,167,438.45	80,649.00	718,332.59	-224,876.76
投资活动产生的现金流量净额	-2,401,860.12	-2,693,846.38	-2,437,940.11	-559,614.02
筹资活动产生的现金流量净额	719,234.24	4,841,862.19	1,037,329.57	937,980.35
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	27.14	25.09	22.19	18.90
期间费用率（%）	15.38	11.98	12.30	15.15
EBIT 利润率（%）	30.25	26.08	19.34	--
总资产收益率（%）	2.72	2.77	2.20	1.76
流动比率（X）	1.11	1.12	1.11	1.12
速动比率（X）	0.69	0.71	0.70	0.70
存货周转率（X）	0.28	0.34	0.38	--
应收账款周转率（X）	68.05	78.24	62.75	--
资产负债率（%）	80.89	81.62	82.55	82.64
总资本化比率（%）	70.12	70.93	71.66	72.08
短期债务/总债务（%）	36.37	39.38	38.43	36.32
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	-0.02	-0.01	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.04	-0.06	-0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.44	0.09	0.76	--
总债务/EBITDA（X）	13.16	13.81	16.18	--
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.18	0.16	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.52	2.69	2.37	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.27	2.37	1.96	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.01	0.02	--

注：1、中诚信国际根据2020~2022年审计报告和未经审计的2023年1~3月财务报表整理；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”，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务及其他权益工具调入“长期债务”；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 附五：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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	净利润率	净利润/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn