



广州越秀集团股份有限公司 2023 年 面向专业投资者公开发行公司债券 (第五期) 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20232454D-01

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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 7 月 28 日

发行人

广州越秀集团股份有限公司

本期债项评级结果广州越秀集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）（品种一）**AAA**广州越秀集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）（品种二）**AAA****发行要素**

本期债券发行金额不超过 20 亿元（含），不设置超额配售。本期债券分为 2 个品种，引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，其中品种一为 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 10 年期。本期债券按年付息、到期一次还本，募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息负债。

评级观点

中诚信国际肯定了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”）具有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、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。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等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

正面

- **公司仍具有重要的主体地位和强大的股东支持。**广州市经济财政实力极强且持续增长，作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，2022年以来公司继续得到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。**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，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，2022年公司营业收入持续增长，整体盈利能力很强。
- **融资渠道畅通。**公司除债券市场多品种融资外，亦不断新增股权融资，公司旗下有多家境内外上市企业及基金，资本市场融资渠道畅通且进一步拓宽，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，备用流动性充足。

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。
- **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，债务规模上升较快，截至2023年3月末，资产负债率上升至82.64%，处于较高水平。

项目负责人：方华东 hdfang@ccxi.com.cn

项目组成员：钟秋 qzhong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

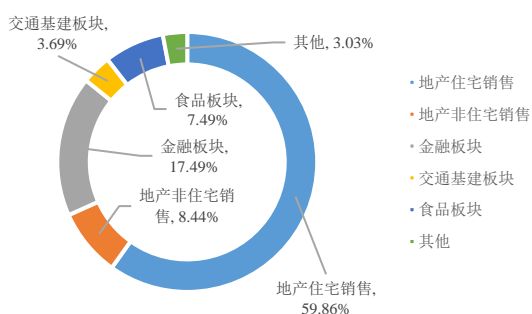
越秀集团 (合并口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计 (亿元)	6,754.61	7,824.80	9,034.77	9,206.33
所有者权益合计 (亿元)	1,290.75	1,437.90	1,576.34	1,597.94
负债合计 (亿元)	5,463.86	6,386.89	7,458.43	7,608.39
总债务 (亿元)	2,688.37	3,156.76	3,621.42	3,752.71
营业总收入 (亿元)	696.59	871.62	1,060.29	191.12
净利润 (亿元)	109.90	116.11	108.84	18.80
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	--
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	--
越秀集团 (母公司口径)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计 (亿元)	778.90	963.74	1,069.07	1,137.59
所有者权益合计 (亿元)	267.87	282.09	279.47	279.24
负债合计 (亿元)	511.03	681.64	789.60	858.34
总债务 (亿元)	631.41	760.60	828.29	951.56
营业总收入 (亿元)	0.34	0.35	0.72	0.27
净利润 (亿元)	14.53	31.92	13.26	-0.96
EBIT (亿元)	29.69	53.67	36.92	--
EBITDA (亿元)	29.69	53.67	37.29	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-36.52	-14.38	13.77	134.15
营业毛利率 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
总资产收益率 (%)	3.81	6.16	3.63	--
EBIT 利润率 (%)	8,761.37	15,177.54	5,123.04	--
资产负债率 (%)	65.61	70.73	73.86	75.45
总资本化比率 (%)	83.70	84.63	85.94	87.56
总债务/EBITDA (X)	21.26	14.17	22.21	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.29	1.83	1.22	--
FFO/总债务 (X)	-0.03	-0.04	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他权益工具中带息债务调入长期债务；3、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。

发行人概况

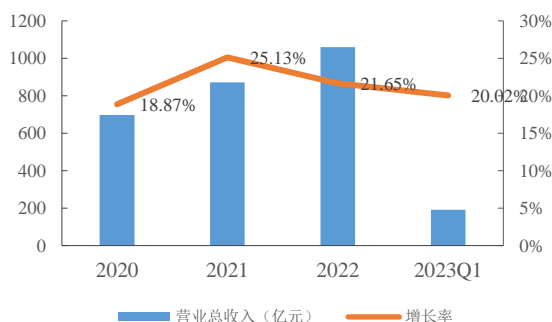
公司前身为广州越秀集团有限公司，于 2009 年 12 月注册成立，初始注册资本 1.00 亿元，广州市人民政府授权广州市国资委¹履行出资人职责。经过多年经营，公司已形成以金融、房地产、交通基建、食品为核心产业，造纸等传统产业和未来可能进入的战略性新兴产业在内的“4+X”现代产业体系，控有越秀地产（00123.HK）、越秀资本（000987.SZ）、越秀交通基建（01052.HK）等多家上市平台，2022 年实现营业收入 1,060.29 亿元。

图 1：2022 年公司收入构成



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来公司收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 112.69 亿元，广州市国资委、广东省财政厅、广州产业投资控股集团有限公司分别持有公司 89.10%、9.90%、1.00%的股权，广州市人民政府系公司控股股东及实际控制人。

表 1：公司主要子公司情况（亿元、%）

全称	简称	表决权比例	2022 年末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
广州越秀企业集团股份有限公司	广州越秀企业集团	100.00	538.27	233.89	111.56	2.13
越秀企业（集团）有限公司	越秀企业（集团）	100.00	6,528.15	1,137.03	831.18	68.62
创兴银行有限公司*	创兴银行	100.00	2,807.67	359.43	51.06	2.64
越秀地产股份有限公司	越秀地产（00123.HK）	39.78	3,463.52	847.93	724.16	61.37
广州市城市建设开发有限公司	广州城建	100.00	3,230.49	861.89	689.96	67.87
广州越秀资本控股集团股份有限公司	越秀资本（000987.SZ）	47.00	1,732.93	391.43	141.71	34.65
广州越秀融资租赁有限公司	越秀融资租赁	100.00	711.04	132.10	41.23	13.02
广州资产管理有限公司	广州资产	67.41	449.21	102.26	19.68	7.67
广州越秀食品集团有限公司	越秀食品	100.00	264.87	120.18	79.38	-0.81
越秀交通基建有限公司	越秀交通基建（01052.HK）	44.40	363.37	142.35	32.89	7.38

注：表中为各子公司合并口径数据，标*单位为港币。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

发行条款

本期债券发行金额不超过 20 亿元（含），不设置超额配售。本期债券分为 2 个品种，引入品种间

¹ 广州市国资委系“广州市人民政府国有资产监督管理委员会”的简称。

回拨选择权，回拨比例不受限制，其中品种一为 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 10 年期。本期债券按年付息、到期一次还本。

回售选择权：本期债券品种一设置投资者回售选择权，债券持有人有权在本期债券品种一存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券品种一回售给发行人。

赎回选择权：本期债券品种一设置赎回选择权，发行人有权在本期债券品种一存续期间的第 3 年末赎回本期债券品种一全部未偿份额。若发行人行使赎回权，发行人将面临当期兑付压力的上升；若发行人不行使赎回权，则发行人将面临债券票面利率的显著上浮。

票面利率调整选择权：本期债券品种一设置票面利率调整选择权，发行人有权在本期债券品种一存续期的第 3 年末决定是否调整本期债券品种一后续计息期间的票面利率。

募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司有息负债。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，公司业务主要涉及房地产、收费公路运营、金融服务（银行业、融资租赁）和食品（乳业、生猪）行业，需关注各行业信用风险水平的变化对公司各板块运营实力的影响。其中，房地产行业整体仍面临投资信心及投资能力不足的问题，房地产行业信用基本面的恢复仍需要时间，房地产企业资金平衡面临较大压力，但未来行业内企业信用水平进一步恶化、信用风险进一步蔓延的可能性较低，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复；受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减等因素影响，公司收费公路运营面临一定压力，但随着经济活动复苏，公司收费公路运营业务有望恢复增长；融资租赁行业面临的监管形势愈加严格，拨备计提力度基本保持逐年加大的趋势，盈利能力仍存隐忧，信用风险管理能力将成为影响利润的关键因素；银行业风险与挑战仍存，银行业整体资本充足指标有所改善，但仍将面临持续的资本补充压力；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。

房地产

2022 年在多重外部不利因素冲击下，行业销售规模显著收缩、行业竞争格局发生改变；虽然人口红利消减、资产和收入预期走弱以及城镇化进程放缓等因素干扰行业修复进程，但在多重房地产政策支持下，目前行业销售已进入底部修复阶段。2022 年房地产销售规模明显下滑、土地投资及新开工低迷、行业信用风险充分暴露，竞争格局发生显著变化。在销售及回款下滑等不利因素影响下，2022 年行业开发规模与土地投资探底，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，房地产行业投资活动有望回归理性。2022 年以来融资环境持续向好，“三箭齐发”政策助力民营房企陆续恢复再融资，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善。未来行业内企业信用水平进一步恶化、信用风险进一步蔓延的可能性较低，随着支持政策的持续发力和显效，行业基本面将持续修复。

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>

收费公路

近年来收费公路通车里程稳步提升, 新增通车里程主要以高速公路为主, 收费公路结构持续优化; 东部通车密度远高于中西部, 在西部地区基建和经济发展的政策支持下, 西部地区将成为收费公路路网的建设重心。近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响, 公路运输在运输系统中占比将进一步压降, 但仍是短距离运输的主要运输方式, 在我国交通运输体系中占据主导地位; 2021 年以来货运需求总量整体有所回升, 客运总量和周转量延续下降趋势, 随着经济企稳, 客运相较于货运具有更大的反弹空间。受宏观经济增速放缓、收费公路投资边际效益递减等因素影响, 全国收费公路通行费收入增速有所放缓; 通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在; 偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大, 其中西部地区偿债压力相对较大。行业政策近年来未进行大规模调整, 按现行政策行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险; 《收费公路管理条例》修订对缓解财政资金压力、提升收费公路运营效率及防范行业债务风险将形成一定保障, REITs 为公路运营主体提供直接融资的新渠道。

详见《中国收费公路行业展望, 2022 年 12 月》, 报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9630?type=1>

融资租赁

各省市依据《融资租赁公司监督管理暂行办法》制定的实施细则陆续发布, 重点省市在关联度和集中度方面给予适度调整; 同时, “15 号文”、《地方金融监督管理条例》、《融资租赁公司非现场监管规程》等规范陆续出台, 使得整个融资租赁行业面临的监管形势愈加严格。此外未来的监管规则具有较大不确定性, 或对现有行业形态形成冲击。近年来由于经营不善而退出债券市场的租赁公司家数呈上升趋势; 除此之外, 债券市场中存量租赁公司的财务表现基本保持良好, 资产增速持续下降, 但已趋于稳定, 利润增速略有波动, 风险资产放大倍数在监管引导下进一步优化; 拨备计提力度基本保持逐年加大的趋势, 盈利能力仍存隐忧, 信用风险管理能力将成为影响利润的关键因素。业务开展方面, 公用事业类业务短期内仍将占据重要地位, 但中长期来看, 业务结构转型难以避免。

详见《中国融资租赁行业展望, 2022 年 9 月》, 报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9309?type=1>

银行业

非预期因素冲击经济修复进程, 宏观政策加大调节力度, 经济保持较强韧性, 但风险与挑战仍存。监管机构引导银行业加大对关键领域和薄弱环节的信贷支持, 助力经济稳定恢复发展; 不断完善金融风险防控政策, 坚持推动中小银行改革化险, 确保银行业稳健运行。银行业资产业务回归本源聚焦主业, 围绕国家政策导向加大对基础设施建设、先进制造业、绿色和普惠金融等重点领域的信贷投放; 银行业经营环境仍有较大的复杂性和不确定性, 面对国家产业布局的持续深化, 未来需通过全面数字化不断完善新兴行业及重点领域金融服务模式; 证券投资配置中标准化资产占比持续增加, 整体投资收益率下滑和违约风险上升对银行投资策略选择和风险管控提出更高要求。银行负债结构趋于稳定, 监管加强银行存款管理, 存款结构持续优化调整, 推动金融系统向

实体经济让利；根据市场利率和资金需求情况调节同业存单发行规模，加大金融债券发行力度以补充长期稳定资金，支持小微企业和绿色产业发展。理财产品净值化程度持续提升，净值波动加大，投资者风险偏好下迁，监管推动转型继续深化。银行业息差持续收窄但降幅明显减少，银行业盈利状况有所改善，信用风险暴露态势整体有所缓和，但未来商业银行仍面临一定潜在信用风险挑战。市场整体流动性保持充裕，但银行业流动性分层现象依然存在。银行业整体资本充足指标有所改善，但考虑到满足监管要求和自身业务规模增长需要，商业银行仍将面临持续的资本补充压力。

详见《中国银行业展望，2022 年 11 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9474?type=1>

乳制品行业

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%。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，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。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。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。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，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。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。

运营实力

中诚信国际认为，越秀集团作为广州市资产规模最大的国有企业之一，主业涵盖房地产、金融、交通基建、食品等板块，具备一定的协同优势，且核心业务竞争实力较强；但在当前房地产市场行情明显下行的背景之下，需对公司主要房地产项目的投资进度及去化情况保持关注；再者，多元的业务布局亦使得公司面临着较为广泛的行业风险，母公司及管理子公司的管理及风控能力均面临挑战，需对此保持关注。

越秀地产依托品牌影响力、通畅的融资渠道以及合理优质的项目布局，业务稳定发展，是全国性的综合房地产开发商；公司项目储备丰富，可为未来发展提供有力支持；“三道红线”指标持续保持“绿档”，财务杠杆维持在相对较低水平且备用流动性充足；2022 年以来房地产融资环境有所改善，房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，但仍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。

房地产板块由子公司越秀地产负责。越秀地产是全国展业的综合房地产开发商，主要开发中、高端房地产项目，业务范围以广州地区为核心，稳步拓展至珠三角、长三角、华中、西南、环渤海等区域，具备较强的规模优势。越秀地产坚持“住宅地产+商业地产”双轮驱动战略，现已建成多个较为成熟的住宅产品线和中小型综合体。近年来越秀地产开发节奏延续稳健增长趋势，新开

工面积保持较大规模，2023 年 3 月末在建建筑面积为 2,304.85 万平方米。

表 2：近年来越秀地产项目开发和销售情况（万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
房屋新开工面积	707.99	803.37	852.00	209.70
房屋施工面积	2,373.32	2,648.83	2,170.18	2,304.85
竣工面积	512.52	707.91	561.94	61.25
销售面积	391.93	427.54	413.90	130.99
销售均价	25,172.25	27,386.57	30,207.47	35,584.25
期末在建项目面积	2,373.32	2,648.83	2,170.18	2,304.85
新增土地储备面积	668.50	976.40	608.83	96.07
新增楼面均价	12,456.07	11,347.41	18,170.30	20,564.93
期末土地储备面积	2,705.11	2,978.58	2,980.08	3,014.45
实际销售额	986.58	1,170.89	1,250.29	466.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售情况方面，近年来越秀地产销售面积和销售均价保持增长态势，但受房地产行业政策调控和景气度下行影响，销售均价增速有所放缓。2022 年越秀地产实现合同销售金额 1,250.29 亿元，同比上升 6.78%，在全国主要房地产企业销售下滑的情况下逆势增长，具备较好的发展韧性。同年，越秀地产在珠三角和长三角区域的签约销售金额合计占比达 82.09%，其中广州销售金额占比最高，为 42.48%。2023 年一季度，珠三角和长三角仍是越秀地产主要销售贡献区域，销售金额合计占比 82.71%。

表 3：近年来越秀地产合同销售区域情况（万平方米、亿元）

区域	2020		2021		2022		2023.1~3	
	销售面积	销售金额	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	177.00	603.20	172.76	614.58	137.37	531.11	52.56	262.89
珠三角（不含广州）	33.00	50.80	40.59	109.62	36.46	65.67	11.69	20.48
长三角	82.40	202.60	88.48	260.58	107.72	429.52	19.80	102.16
中部	54.70	75.10	69.65	108.14	82.61	140.44	32.06	54.74
环渤海	32.00	44.30	38.35	47.38	37.06	58.05	9.30	13.72
其他	12.80	10.60	17.71	30.60	12.69	25.50	5.59	12.12
合计	391.90	986.60	427.54	1,170.89	413.90	1,250.29	130.99	466.11

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，随着业务有序开展，越秀地产土地储备延伸至全国主要经济区域。截至 2023 年 3 月末，越秀地产土地储备项目 133 个，土地储备建筑面积 3,014.45 万平方米。分区域看，广州土地储备建筑面积占比 42.51%、珠三角（不含广州）占比 6.94%、长三角占比 17.79%、中部占比 17.68%、环渤海占比 9.84%、其他区域占比 5.24%。2022 年越秀地产在广州、上海、深圳、南京、合肥等一、二线城市新增 37 个土地储备项目，新增总建筑面积 695 万平方米，其中广州新增 10 宗地块，新增土地储备面积 227 万平方米。2023 年一季度，越秀地产于北京和杭州等地新增土地储备项目 4 个，进一步加深核心区域布局。

表 4：截至 2023 年 3 月末，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	48	1,281.33	964.96	316.37
珠三角（不含广州）	14	209.30	189.19	20.10
长三角	27	536.17	457.37	78.80
中部	22	533.07	415.59	117.48

环渤海	12	296.57	151.48	145.09
其他	10	158.01	126.26	31.75
合计	133	3,014.45	2,304.85	709.60

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资渠道方面，越秀地产主要通过银行借款和债券发行进行筹资，与各金融机构保持着友好合作关系，2022 年平均借贷成本同比下降 10 个 BP 至 4.16%²，在整体市场融资环境收紧的背景下，仍享有通畅的融资渠道，整体经营稳健度较高。

越秀地产还与广州地铁³开展深度合作，探索“轨交+物业”的 TOD 发展模式。2022 年越秀地产 TOD 项目实现销售收入 220.90 亿元，同比上升 23.60%；截至 2023 年 3 月末，越秀地产已投资 7 个地铁房地产项目，预计总投资 1,028.46 亿元，已投资 738.04 亿元，已销售 699.86 亿元，去化情况较好。

表 5：截至 2023 年 3 月末，越秀地产收购的地铁房地产项目情况（亿元）

项目	持股比例	区域	拟建设业态	总投资	已投资	已销售金额
品秀星图	86%	广州地铁 13 号线官湖站	住宅+商业	240.29	202.77	101.00
品秀星樾	51%	广州地铁 6 号线香雪站	住宅+商业	155.64	127.47	167.00
品秀星瀚	51%	地铁 22 号线陈头岗站	住宅+商业	155.46	128.84	103.00
品辉-星汇尚景花园	51%	知识城镇龙地铁站 C 出口	住宅+商业	112.00	83.25	102.00
品冠-星畔园	51%	黄埔区地铁 7 号线水西北站	住宅+商业	71.00	50.04	47.00
品越华府	49%	广州市海珠区赤沙车辆段	住宅+商业	237.00	111.73	166.00
杭州北汇	51%	杭州良渚新城	住宅+商业	57.07	33.94	13.86
合计	--	--	--	1,028.46	738.04	699.86

注：1、尾差系四舍五入所致；2、品越华府项目由合作方广州地铁并表。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

旧改项目方面，截至 2023 年 3 月末，越秀地产主要参与广州番禺区内里洞村旧改项目、广州南沙东流村旧改项目和广州智能装备科技创意园，拟改造面积合计 175.66 万平方米，改造后建筑面积约 410.31 万平方米，预计总投资 520.58 亿元，预计可获收入 805.65 亿元。目前越秀地产在旧改项目上的投入主要是拆迁补偿费用，投入规模 14.68 亿元。

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、通畅的融资渠道以及合理优质的项目布局，发展较为稳定。2022 年房地产行业开发规模与土地投资探底，叠加行业利润空间收窄，房地产行业投资活动有望回归理性，随着房地产提振政策对重塑市场信心起到积极作用，行业融资环境得到改善，但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。

公司交通基建板块采用“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，未来收费公路资产退出情况仍待持续关注；公司路产区域优势明显，整体质量较好，2022 年以来公司所获通行费收入受大环境影响有所下滑，随着宏观经济企稳回升以及公司路产收购的持续推进，未来公司通行费收入有望恢复增长，但仍需关注通行费政策变化及部分路段分流影

² 数据来自越秀地产 2022 年年报。

³ 广州地铁系“广州地铁集团有限公司”的简称。

响。

交通基建板块由子公司越秀交通基建负责。越秀交通基建采用“收购+运营”的经营模式，一方面可以跳过公路建设过程中的征地、拆迁、规划、建造等环节，避免公路建设周期不确定带来的风险，另一方面能够对已建成公路的里程、车流量等情况进行直观考察，通过可量化的投资考核指标选择盈利能力强的收购对象。

截至 2023 年 3 月末，越秀交通基建控股路产 12 条，分布于广东、广西、湖北、湖南等区域，收费里程合计 723.35 公里；参股路产 6 条，收费里程合计 340.10 公里；控股路产中，剩余经营年限在 10 年及以上（未考虑山东秦滨高速）的路产收费公里占比达 79.39%。

表 6：截至 2023 年 3 月末，越秀交通基建投资经营的道路/桥梁情况

分类	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%	9
	广西苍郁高速	22.00	高速公路	100.00%	7
	天津津雄高速	23.90	高速公路	60.00%	7
	湖南长株高速	46.50	高速公路	100.00%	17
	河南尉许高速	64.30	高速公路	100.00%	12
	湖北随岳南高速	98.10	高速公路	70.00%	17
	湖北汉蔡高速	36.00	高速公路	67.00%	15
	湖北汉鄂高速	54.80	高速公路	100.00%	19
	湖北大广南高速	107.10	高速公路	90.00%	19
	河南兰尉高速	61.00	高速公路	100.00%	11
	河南平临高速	106.45	高速公路	55.00%	10
	山东秦滨高速	60.70	高速公路	85.00%	-
	小计	723.35	--	--	--
参股项目	广州北环高速	22.00	高速公路	24.30%	1
	虎门大桥	15.80	悬索桥梁	27.78%	6
	汕头海湾大桥	6.50	悬索桥梁	30.00%	5
	清连高速	215.20	高速公路	23.63%	11
	广州西二环高速	42.10	高速公路	35.00%	7
	汉孝高速	38.50	高速公路	30.00%	13
小计	340.10	--	--	--	
合计	1,063.45	--	--	--	

注：截至 2023 年 3 月末，山东秦滨高速尚未收到正式批复收费截止日。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产收购方面，越秀交通基建形成了“集团孵化、上市公司、公募 REITs”三大平台互动的发展模式。为提高收购效率并减少资金占用，一般由母公司越秀集团对目标路产进行收购，经过 1~2 年孵化成熟后，越秀交通基建再向母公司进行收购。2022 年越秀集团以 8.55 亿元交易对价收购山东秦滨高速，自 2022 年 9 月 30 日起纳入合并报表范围。2023 年 2 月，越秀集团旗下控股公司河南越秀平临高速公路有限公司以底价 24.49 亿元竞得河南平临高速剩余年限收费权，未来该路产运营成熟后将划入越秀交通基建运营。越秀交通基建收费路产位于广东、广西、湖南等地，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，对高速公路通行量的拉动效应明显。

表 7: 近年来越秀交通基建控股和参股路产日均车流量情况 (辆/日)

	路段名称	2020	2021	2022	2023.1-3
控股项目	广州北二环高速	297,280	280,865	243,180	279,786
	湖南长株高速	77,895	73,797	64,434	70,236
	天津津雄高速	45,254	34,444	29,413	35,080
	河南尉许高速	23,676	23,531	21,491	29,609
	湖北随岳南高速	33,252	30,465	28,181	40,227
	广西苍郁高速	12,489	15,550	15,445	23,036
	湖北汉蔡高速	47,929	50,878	42,871	60,287
	湖北汉鄂高速	41,220	41,436	29,157	34,583
	湖北大广南高速	30,017	29,528	23,365	35,122
	山东秦滨高速	-	-	10,841	14,293
	河南兰尉高速	-	-	25,802	34,477
	河南平临高速	-	-	-	19,088
	参股项目	广州北环高速	382,534	372,746	344,067
虎门大桥		70,251	89,498	72,149	101,118
广州西二环高速		110,815	92,549	72,054	84,714
清连高速		53,893	53,050	44,922	58,244
汕头海湾大桥		30,703	29,553	24,521	17,262
湖北汉孝高速		32,675	33,520	27,043	36,762

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、山东秦滨高速 2022 年数据自 10 月 1 日开始起统计, 河南兰尉高速自 2022 年 10 月 1 日起统计, 河南平临高速自 2023 年 2 月 23 日起统计。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

通行费收入方面, 2022 年受宏观经济增长放缓、路网分流及第四季度收费公路货车通行费减免 10% 政策等因素影响, 除部分区域经济恢复较好以外, 公司主要收费公路通行费收入均有所下滑。具体来看, 广州北二环高速受广佛肇高速分流影响下降 12.49%。中部区域的湖北随岳南高速和河南尉许高速受益于区域经济恢复及竞争路段封闭施工, 2022 年通行费收入保持增长。湖北汉鄂高速受地区经济形势下行及竞争路段鄂咸高速 2021 年 9 月通车分流影响, 日均车流量同比下降 29.6%。湖北大广南高速受鄂咸高速通车及武穴长江大桥通车分流影响, 日均车流量亦同比下降 20.9%。整体来看, 公司主要收费高速公路通行费收入受区域经济发展及周边竞争路桥分流影响较大, 随着越秀集团不断收购收费公路项目及宏观经济形势复苏, 公司通行费收入将有望恢复增长。

路产养护方面, 广州北二环改扩建项目已开展先行段开工建设, 预计 2028 年完工, 项目计划总投资 170 亿元, 资金来源主要为发行华夏越秀高速 REITs 和公司自筹资金。2022 年越秀交通基建主要对苍郁高速进行大修, 工程投入约 0.5 亿元, 2023 年大修项目工程预算在 1.5 亿元以内。

整体来看, 公司参、控股路产运营良好, 路产购入和退出均有较为清晰的路径, 但近年来通行费收入受通行费优惠政策以及路段分流影响而波动较大, 随着路产收购的持续推进以及宏观经济有序复苏, 未来公司所获通行费收入有望恢复增长, 但需关注通行费政策变化及部分路段分流影响。

表 8: 截至 2023 年 3 月末, 越秀交通基建控股路产通行费收入情况 (亿元)

路段名称	2020	2021	2022	2023.1~3
广州北二环高速	9.09	11.21	9.81	2.58
广西苍郁高速	0.55	0.89	0.89	0.26
天津津雄高速	0.73	0.80	0.72	0.21
湖南长株高速	2.06	2.69	2.31	0.59
河南尉许高速	2.89	3.49	3.90	0.96
湖北随岳南高速	5.21	6.14	6.32	1.89
湖北汉蔡高速	1.79	2.58	2.25	0.70
湖北汉鄂高速	1.47	2.09	1.51	0.38
湖北大广南高速	3.40	4.50	3.89	1.27
山东秦滨高速	-	-	1.09	1.12
河南兰尉高速	-	-	3.31	0.78
河南平临高速	-	-	-	0.57
合计	27.19	34.39	36.00	11.31

注: 1、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 日起合并至越秀交通; 2、兰尉高速自 2022 年 1 月 1 日起算, 山东秦滨高速收入从 2022 年 10 月 1 日起算, 河南平临高速自 2023 年 2 月 23 日起算; 3、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

创兴银行资本较为充足, 流动性风险总体可控; 存款结构有待优化, 流动性风险管控压力不大, 贷款质量下行导致拨备计提压力上升, 对盈利带来不利影响, 盈利能力仍待提升。

创兴银行成立于 1948 年, 前身为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, 总部位于中国香港。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 2022 年末, 创兴银行资产总额 2,807.67 亿港元, 一级资本比率 16.02%, 普通股权一级资本比率 13.40%。2022 年创兴银行实现营业收入 51.06 亿港元, 净利润 11.43 亿港元。截至 2022 年末, 创兴银行存款总额 2,234.88 亿港元, 贷款总额 1,667.04 亿港元, 期末不履行贷款比率为 2.67%。目前创兴银行在香港的分行超过 30 家, 在澳门设立 1 间分行, 在内地设立 5 间分行及 8 间支行。

表 9: 近年来创兴银行收入结构 (亿港元)

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
企业及零售银行业务	29.39	34.58	40.22	10.13
金融市场业务	4.66	5.89	5.22	-0.36
证券买卖业务	1.70	1.65	1.18	0.28
其他	2.34	1.85	4.44	2.94
合计	38.09	43.96	51.06	12.99

注: 尾差系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

近年来创兴银行各项业务稳步发展, 收入规模持续增长。受益于资产负债结构优化调整以及贷款利息上升, 2022 年创兴银行净息差水平提高 0.18 个百分点至 1.53%, 推动当期净利息收入增长 21.26% 至 39.84 亿港元。因外汇市场波动, 创兴银行 2022 年金融市场业务小幅下滑至 5.22 亿港元。受证券市场行情变化影响, 2022 年创兴银行证券买卖收入较 2021 年下滑 28.48% 至 1.18 亿港元。在上述因素共同作用下, 2022 年该行净营业收入同比增长 16.15% 至 51.06 亿港元。

从资产结构看, 截至 2022 年末, 创兴银行客户贷款净额、证券投资资产、对央行及同业债权资

产分别占总资产的 58.38%、23.42%和 14.38%。创兴银行同业债权资产主要为存放同业款项，同业业务交易对手方主要为境内外银行同业，截至 2022 年末，同业债权资产未发生减值。证券投资资产方面，截至 2022 年末，创兴银行证券投资资产余额 657.49 亿港元，较年初增长 16.63%，其中债务证券（含存款证）占比 96.94%，股本证券和其他证券投资占比 3.06%。

信贷资产方面，创兴银行在香港地区客户基础较好，近年来发挥香港和内地跨境联动业务优势，同时依托越秀集团的品牌影响力，大力拓展境内业务，推动信贷资产规模保持较快增长。2022 年创兴银行贷款总额同比上升 7.51%至 1,667 亿港元。在经济下行和个别行业出现风险的背景下，近年来该行部分客户偿债能力有所下滑，同时部分境内房地产企业客户风险暴露，该行贷款质量面临较大下行压力，截至 2022 年末，该行不履行贷款余额较年初大幅增长 24.56 亿港元至 44.51 亿港元，不履行贷款率较年初上升 1.38 个百分点至 2.67%，该行存量不履行贷款中大额贷款占比较高，主要集中在房地产行业 and 境内地区，目前处置进度较为缓慢，需对其贷款资产质量保持关注。

拨备覆盖方面，截至 2022 年末，创兴银行不履行贷款拨备覆盖率为 62.65%，较年初上升 2.18 个百分点，不履行贷款/（资本+贷款减值准备）较年初上升 4.59 个百分点至 10.16%。考虑到宏观经济不确定性较大，房地产市场调整仍有待观察，创兴银行贷款质量仍面临下行压力，未来仍需加大拨备计提力度以提高风险抵御能力。

截至 2023 年 3 月末，创兴银行房地产相关贷款（含房地产开发贷、物业发展及物业投资贷款、个人购房贷款等）余额合计 568.13 亿港元，在客户贷款总额中占比 33.68%，其中香港地区房地产企业贷款客户主要为创兴银行长期合作的当地大型企业，境内地区房地产贷款客户主要为国有和大型民营房地产企业。

从贷款地区分布来看，贷款客户主要来自香港地区，截至 2023 年 3 月末，香港地区贷款规模在客户贷款总额中占比 67.27%，此外，随着境内信贷业务的持续拓展，境内地区贷款占比上升至 30.47%。从客户集中度来看，截至 2023 年 3 月末，最大单一和最大十家客户贷款在资本净额中分别占比 7.57%和 46.99%。从担保方式来看，以抵押为主，抵押物主要为房产、有价证券以及保险单等，截至 2023 年 3 月末，抵押贷款余额在客户贷款总额中占比 37.52%。

创兴银行的资金主要来源于存款，近年来客户存款总额占总融资的比例保持在 90%左右，且存款以对公存款为主。创兴银行发挥股东优势，大力拓展与内地各级政府及机构的业务合作，通过越秀集团推介获取企业客户，同时在香港积极营销本地政府机构及团体存款，增加具有授信往来企业的资金沉淀，此外还吸收部分非银金融机构存款，近年来对公存款保持较快增长。

创兴银行主要通过利润留存和增资扩股补充资本。由于资本内生能力较弱，且业务规模扩张持续消耗资本，近年来该行资本充足水平呈下降趋势，2021 年该行完成私有化并获得越秀集团注资 53 亿港元，资本实力得到明显提升，截至 2022 年末，该行普通股一级资本比率和总资本比率分别为 13.40%和 17.62%，分别较年初下降 0.53 和 1.55 个百分点。

表 10: 近年来创兴银行主要经营指标

指标	2020	2021	2022
资产总额(亿港元)	2,329.00	2,552.48	2,807.67
总资本(亿港元)	279.34	345.96	359.43
不履行贷款余额(亿港元)	9.20	19.95	44.51
净营业收入(亿港元)	38.09	43.96	51.06
拨备前利润(亿港元)	21.47	25.25	31.33
净利润(亿港元)	14.80	15.05	11.43
净息差(%)	1.34	1.35	1.53
拨备前利润/平均风险加权资产(%)	1.31	1.39	1.61
平均资本回报率(%)	6.01	5.03	2.81
成本收入比(%)	43.62	42.56	38.63
不履行贷款比率(%)	0.65	1.29	2.67
不履行贷款拨备覆盖率(%)	95.62	60.47	62.65
总资本比率(%)	16.79	19.17	17.62

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司金融板块拥有“不良资产管理、融资租赁、投资管理+战略投资中信证券”的“3+1”核心产业结构, 形成了多元化金融服务体系, 收入和盈利持续增长; 近年来公司逐步完善全金融产业链布局, 多元化金融业务协同发展, 经营业绩保持稳健。

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, 由越秀资本及其子公司负责。

融资租赁业务的运营主体为越秀融资租赁, 主要开展直接融资租赁、售后回租等业务。越秀融资租赁加强融资租赁平台建设, 增强市场开发能力, 融资租赁资产规模持续增长, 截至 2023 年 3 月末为 645.82 亿元。越秀融资租赁主要采取回租方式开展业务, 近年来回租业务租赁余额占比均在 90%左右, 截至 2023 年 3 月末, 回租业务租赁余额 615.74 亿元, 占比 95.34%。

从投放情况来看, 2022 年以来越秀融资租赁加大了对小微新能源领域投放, 2022 年累计投资 7,299 笔, 投放金额 343.23 亿元, 单笔投放金额 470.24 万元。行业分布方面, 越秀融资租赁战略上聚焦绿色环保、小微普惠等业务, 业务集中于民生工程业、水的生产和供应业, 截至 2022 年末上述行业租赁资产合计占比 70.86%, 集中度较高。截至 2023 年 3 月末, 民生工程业及水的生产与供应行业占比分别为 66.15%和 4.61%, 其中民生工程业占比近年来持续增加。

表 11: 近年来越秀融资租赁投放情况(笔、亿元)

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
融资租赁投放笔数	5,336	4,896	7,299	6,101
融资租赁投放金额	251.95	302.91	343.23	70.63

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 12: 近年来越秀融资租赁投向行业情况(亿元, %)

行业	2020		2021		2022		2023.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
民生工程业	289.18	58.57	355.64	62.87	420.09	65.57	427.20	66.15
水的生产和供应业	62.89	12.74	55.45	9.80	33.92	5.29	29.77	4.61
道路运输业	22.49	4.56	17.70	3.13	11.45	1.79	11.51	1.78

商务服务业	17.36	3.52	8.76	1.55	19.41	3.03	25.71	3.98
房地产业	5.73	1.16	6.76	1.19	15.97	2.49	16.11	2.50
橡胶和塑料制品业	4.45	0.90	-	-	-	-	-	-
电力、热力生产和供应业	2.88	0.58	5.58	0.99	6.70	1.05	6.20	0.96
燃气生产和供应业	1.86	0.38	1.12	0.20	-	-	-	-
造纸和纸制品业	0.78	0.16	0.11	0.02	-	-	-	-
其他	86.10	17.43	114.55	20.25	133.17	20.78	129.32	20.02
合计	493.72	100.00	565.66	100.00	640.71	100.00	645.82	100.00

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从投放区域看，越秀融资租赁聚焦经济发达区域，2022 年在江苏和浙江设立租赁子公司，强化核心区域布局，截至 2022 年末，按租赁资产规模排名前三的地区分别是江苏省、浙江省和广东省，在应收融资租赁款净额中的占比分别为 38.81%、25.09%和 10.03%。截至 2023 年 3 月末，越秀融资租赁租赁资产规模排名前三的地区仍为江苏省、浙江省和广东省。

资产质量方面，截至 2022 年末，越秀融资租赁应收融资租赁款不良率为 0.45%，较上年末下降 0.1 个百分点，不良应收融资租赁款拨备覆盖率较上年末上升 62.41 个百分点至 305.80%。截至 2023 年 3 月末，越秀租赁应收融资租赁款不良率较上年末下降 0.11 个百分点至 0.34%，拨备覆盖率较上年末上升 105.95 个百分点至 411.75%，关注及以下类别的应收融资租赁款合计占比 1.44%，较上年末小幅上升，资产质量整体保持较好水平。中诚信国际将对资产质量变化情况保持持续关注。

表 13：近年来越秀融资租赁资产质量情况（亿元，%）

项目	2020		2021		2022		2023.3	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	494.14	98.67	567.51	98.99	646.15	98.67	649.53	98.55
关注	3.71	0.74	2.66	0.46	5.74	0.88	7.32	1.11
次级	1.46	0.29	1.32	0.23	1.13	0.17	0.36	0.05
可疑	0.35	0.07	1.83	0.32	1.85	0.28	1.85	0.28
损失	1.15	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收融资租赁款净值合计	500.82	100.00	573.33	100.00	654.86	100.00	659.06	100.00
不良应收融资租赁款		2.96		3.15		2.97		2.21
应收融资租赁款不良率		0.59		0.55		0.45		0.34
不良应收融资租赁款拨备覆盖率		239.72		243.39		305.80		411.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

不良资产管理业务的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。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，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。截至 2022 年末累计收购金融机构不良债权原账面价值本息 2,586.31 亿元，收购成本 501.70 亿元，累计回收现金 297.02 亿元。截至 2023 年 3 月末，广州资产累计收购金融机构不良债权原账面价值本息 2,603.00 亿元，收购成本 505.86 亿元，累计回收现金 314.02 亿元。

表 14: 近年来广州资产金融机构不良资产业务情况 (亿元)

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
当期收购不良资产原值	576.34	341.88	607.32	16.69
当期收购成本	88.42	54.37	76.33	4.16
累计收购不良资产原值	1,637.11	1,978.99	2,586.31	2,603.00
累计收购成本	371.00	425.37	501.70	505.86
当期处置金额	318.21	315.16	163.27	84.39
累计处置金额	819.57	1,134.73	1,298.00	1,382.39
当期处置部分购入成本	62.84	69.82	40.27	12.22
当期不良资产回收现金	63.61	72.31	47.69	17.00
累计回收现金	177.02	249.33	297.02	314.02

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

广州资产于 2021 年 6 月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。2022 年房地产行业仍处于调整期, 以房地产为主要押品的不良资产包质量承压, 资产处置难度加大; 银行加大自主清收力度, 并针对受影响的企业或个人实行贷款展期, 一级市场不良资产供给大幅下降, 广州资产 2022 年非金融机构不良债权原值合计 25.80 亿元, 同比大幅减少。截至 2023 年 3 月末, 广州资产累计收购非金融债权原值 215.28 亿元, 累计收购成本 119.46 亿元, 累计回收现金 68.55 亿元。

表 15: 近年来广州资产非金融机构不良资产业务情况 (亿元)

指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
当期收购非金融债权原值	7.32	127.73	25.80	6.04
累计收购非金融债权原值	55.93	183.66	209.24	215.28
当期收购成本	3.32	44.80	19.22	4.32
累计收购成本	51.12	95.92	115.14	119.46
当期回收现金	11.26	11.24	14.50	3.85
累计回收现金	38.96	50.20	64.70	68.55

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, 项目来源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 2023 年 3 月末, 广州资产投资业务账面余额 42.19 亿元。

投资管理业务的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”和广州越秀产业投资有限公司, 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。越秀产业基金现已形成以股权投资、夹层投资、母基金投资为主, 量化投资为辅的业务布局, 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 2023 年 3 月末, 越秀产业基金在管基金规模 353.05 亿元, 较上年末基本持平, 其中股权投资基金、夹层投资基金和母基金规模分别为 107.23 亿元、105.05 亿元和 101.73 亿元。

表 16: 近年来越秀产业基金在管基金情况 (亿元)

指标	2020	2021	2022	2023.3
股权投资基金	88.98	97.40	102.23	107.23
夹层投资基金	104.66	125.80	105.05	105.05
母基金	72.14	84.70	101.73	101.73
其他	0.00	43.00	39.05	39.05
合计	265.78	350.87	348.05	353.05

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

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”)运营。广期资本开展期货仓单服务、基差贸易、合作套保和场外衍生品业务。截至 2023 年 3 月末, 广州期货共有 9 家分公司、8 家营业部和 1 家风险管理子公司广期资本。2022 年以来广州期货由于分类评级上升至 A 级获得大型机构的准入, 大型资管公司资金增加, 推动期末客户权益大幅升至 54.49 亿元, 2022 年经纪业务代理成交额 2.13 万亿元, 交易品种以商品期货为主。同时, 随着广期资本的风险管理业务品种逐渐成熟, 加之增资及借款带来的资金量增加, 基差交易量扩大。截至 2023 年 3 月末, 广州期货的资产总额和所有者权益分别为 87.82 亿元和 18.14 亿元。2022 年及 2023 年一季度, 广州期货营业收入(金融口径)分别为 79.43 亿元和 22.06 亿元, 净利润分别为 0.41 亿元和 0.11 亿元。期货风险管理业务规模的快速增长对公司的风险控制能力提出了更高要求。

2020 年越秀资本向中信证券股份有限公司(以下简称“中信证券”)出售广州证券股份有限公司 100% 股权, 取得中信证券增发股份 8.10 亿股, 经过多次增持, 截至 2023 年 3 月末, 越秀资本直接或间接持有中信证券 8.45% 股份, 为其第二大股东。2022 年及 2023 年一季度, 越秀资本确认中信证券的投资收益分别为 16.18 亿元和 4.33 亿元。

总体来看, 越秀资本多元化金融业务协同发展, 经营成效显著, 租赁业务规模、收入及净利润保持增长趋势, 资产质量较好; 不良资产管理业务发展较快, 竞争力较强; 以“资产管理+资本投资”双轮驱动模式的投资管理业务成为其核心业务之一, 业务规模增长较快; 期货业务规模较大, 但利润贡献较少; 战略投资中信证券能带来稳定的投资收益。

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, 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(现名“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, 公司形成了“4+X”的战略布局。自 2023 年年初起, 越秀集团将食品板块调整为越秀辉山、越秀食品和越秀农牧三大业务平台, 形成乳业、农牧食品和食品流通业务的产业布局, 拥有辉山、风行、长城、皇上皇、趣香、五羊、孔旺记等一批知名品牌。2022 年公司食品板块实现销售收入 79.41 亿元, 同比增长 35.06%, 由 2021 年净亏损 0.29 亿元增加至 0.93 亿元。

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范围。截至 2023 年 3 月末，辉山乳业共有 52 个牧场，自有奶牛总存栏量 11.90 万头，较 2021 年末增长 0.1 万头，存栏量规模较大。

2022 年辉山乳业实现销售收入 31.76 亿元，包括奶粉销售、液奶销售及雪糕产品等。从乳业销售区域来看，2022 年奶粉销售区域主要为江苏、安徽、上海、河南等地，占营业收入的 24.42%，液奶销售区域主要为黑龙江、吉林、辽宁三省，占营业收入的 85.59%。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现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，主要销往广东省。

畜牧养殖方面，主要由越秀食品子公司广州越秀农牧食品科技有限公司（以下简称“农牧公司”）负责，农牧公司在广东、贵州、湖南等省进行布局，形成广东区域为发展核心，环大湾区布局生猪产能，目前已在广州花都、南沙，肇庆封开、高要，茂名以及河源等地规划建设生猪养殖项目。2023 年越秀集团对生猪养殖业务进行战略重组，农牧公司和越秀食品子公司广州皇上皇集团股份有限公司（以下简称“皇上皇集团”）新组建越秀农牧食品板块，将实现从生猪养殖到屠宰到深加工的全产业链发展，通过产业融合，提升运营效率，减轻猪周期对正常经营所带来的影响，提高抗风险能力。皇上皇集团旗下广州孔旺记食品有限公司是 4A 级国有生猪定点屠宰企业，每天供应广州热鲜猪肉的近三分之一，皇上皇集团建有全国最大的广式肉制品生产基地。

食品加工方面，截至 2023 年 3 月末，农牧食品板块生猪年产能规模 93 万头，2022 年食品加工营业收入为 22.93 亿元，其中肉类深加工业务 7.14 亿元，屠宰加工业务 11.29 亿元，冻肉贸易业务 4.06 亿元。食品流通业务方面，越秀食品主要经营农贸市场、生鲜配送、冷链业务等。2022 年及 2023 年 1~3 月食品流通板块分别实现收入 19.19 亿元和 4.26 亿元。

整体来看，公司食品板块依托乳业、食品加工和食品流通三大业务平台，布局大湾区和东三省，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，未来将对越秀集团收入及利润形成一定补充。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险水平处于较低水平，主要系越秀集团各主要经营板块情况仍保持稳健，同时受益于利润积累和少数股东权益增长，公司资本实力不断增强；公司债务规模持续扩大，总资本化比率持续增长且维持高位，短期债务占比有所改善但仍超 35%，资本结构及债务期限结构均有待优化。EBITDA 仍能有效覆盖利息支出，经营活动净现金流对利息支出的覆盖情况受经营活动净现金流变化而有所波动，考虑到公司稳定的盈利能力、较为充裕的未受限货币资金、通畅且多元的融资渠道，公司流动性较好；此外，母公司财务弹性亦很强，仍具备很强的金融资源调度能力。

盈利能力

2022 年公司业务保持多元化发展，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,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,公司整体毛利率水平有所下滑。投资收益对公司利润总额形成重要补充,但资产减值损失和信用减值损失对公司利润产生较大侵蚀。

2022 年以来公司营业总收入继续增长,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,公司土地结转成本上升,房地产板块毛利率持续下滑,带动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,2022 年公司期货业务收入占比同比提升至 7.42%,但期货业务毛利率很低,带动公司金融板块毛利率水平下降。交通基建板块受通行费收入减免政策及周边竞争路段分流影响出现收入增长受挫、毛利下滑。

2022 年地产开发产品存货跌价准备推升资产减值损失,以及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,公司信用减值损失不断增加,上述资产减值对公司利润形成一定侵蚀。但公司持有的中信证券股份和越秀房地产投资信托基金份额能够贡献稳定的投资收益。此外,2022 年公司合并辉山乳业(中国)有限公司等主体获得 9.69 亿元负商誉使得当期公司营业外收入大幅增长至 12.69 亿元。整体来看,公司盈利能力较强,经营性业务利润是利润总额的主要组成部分,受资产规模和利润规模增长幅度影响,公司总资产收益率呈下降态势。

表 17: 近年来公司主要板块收入和毛利率情况(亿元、%)

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	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	462.69	27.80	573.98	25.35	724.16	22.95	102.07	16.79
交通基建板块	29.20	56.25	41.91	58.71	39.10	49.42	10.28	55.59
金融板块	132.12	45.86	170.46	40.33	185.48	36.12	50.40	35.57
食品板块	52.95	9.37	58.79	13.05	79.41	12.73	20.45	10.00
其他业务	19.64	46.09	26.48	25.29	32.14	31.22	7.92	40.40
营业总收入/营业毛利率	696.59	31.53	871.62	29.05	1,060.29	25.72	191.12	24.08

注:公司其他收入主要是造纸、置业担保服务等。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

表 18: 近年来公司盈利能力情况(亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	15.38	11.98	12.30	15.15
经营性业务利润	93.07	128.19	127.09	16.70
资产减值损失	9.73	19.66	11.65	0.00
信用减值损失	6.22	12.42	20.28	-1.22
投资收益	57.00	48.46	34.49	9.48
利润总额	152.85	158.22	149.08	26.64
总资产收益率	2.81	2.77	2.20	--

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

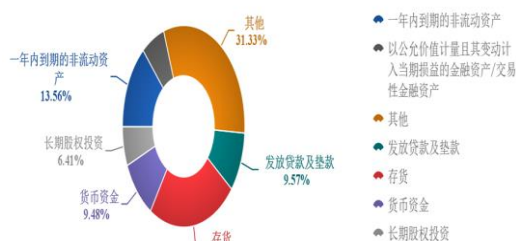
资产质量

2022 年以来业务扩张继续带动公司总资产规模增长,资金需求扩大使得总债务规模攀升;利润积累和合资项目增加导致少数股东权益增长等因素推动公司所有者权益规模逐年上升,公司资本实力很强;公司财务杠杆水平不断增加,目前已处于相对较高水平且短期债务占比较高。

公司主要业务板块经营表现良好，资产规模继续保持增长。具体来看，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不断增长；金融板块不断发展，不良资产收购推动交易性金融资产增长，发放贷款和融资租赁款增加使得一年内到期的非流动资产、发放贷款及垫款、长期应收款等持续增长。地产板块对项目公司增资等推动少数股东权益增长，叠加利润积累推动公司经调整的所有者权益不断增长，公司资本实力很强。

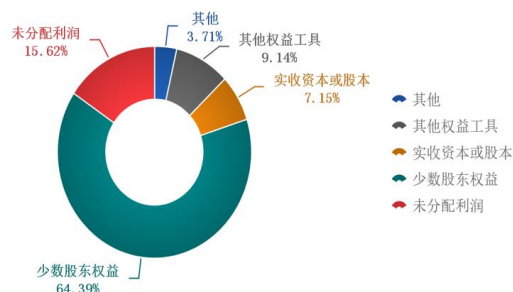
公司地产、金融、交通基建等业务资金需求较大，同时随着各项业务的不断发展，公司负债规模保持扩张，使得财务杠杆比率继续攀升，目前已处于相对较高水平。公司负债结构以银行间接融资及债务融资工具直接融资为主，2023 年 3 月末短期债务占比降至 36.32%，债务期限结构仍有待优化。

图 3：截至 2022 年末，公司资产情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年末，公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 19：近年来公司资产质量情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	644.49	780.74	856.74	963.61
交易性金融资产	323.03	501.36	558.17	571.01
其他应收款	319.24	402.57	450.69	398.28
存货	1,596.12	1,810.94	2,120.29	2,196.59
一年内到期非流动资产	873.33	932.23	1,225.08	1,212.44
发放贷款及垫款	668.04	781.92	864.91	929.69
其他债权投资	312.46	244.71	221.98	245.34
长期应收款	350.86	423.21	443.46	422.63
长期股权投资	391.24	473.55	579.43	592.47
无形资产	360.87	361.85	434.96	455.84
总债务	2,688.37	3,156.76	3,621.42	3,752.71
短期债务/总债务	36.37	39.38	38.43	36.32
总资本化比率	70.12	70.93	71.66	72.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

2022 年公司经营获现能力大幅提升，投资支出仍然较大，资金缺口主要由筹资活动弥补，使得公司债务规模保持较快增长。经营活动净现金流和 EBITDA 始终无法完全覆盖债务本金，但 EBITDA 对利息支出的覆盖能力较好；短期债务占比同比基本持平，仍有一定优化空间。

2022 年因越秀资本融资租赁业务拆入资金增加导致金融板块当期经营活动现金流大幅改善，创兴银行 2022 年经营活动现金流亦保持大幅净流入，当期越秀集团经营活动现金流明显好转。2023

年一季度受地产板块大幅拿地支出影响,经营活动现金流转为净流出。随着生产规模的扩大以及地产板块项目收购及为关联方提供资金支持等支出较多,近年来公司投资活动现金流均呈大规模净流出状态,需由筹资活动来弥补资金缺口。

偿债指标方面,近年来,受经营获现能力波动影响,经营活动净现金流对利息的覆盖能力出现大幅波动且不能有效覆盖利息支出。EBITDA 利息保障倍数有所波动但能有效覆盖利息支出。

公司总债务规模保持较快增长,且主要由银行贷款及债务融资工具构成,其中包含了较大规模的优先股和永续类债务融资工具,均计入“其他权益工具”科目。从期限构成来看,近年来公司均以长期债务为主,短期债务占比呈波动趋势,且占比较高。截至 2023 年 3 月末,公司短期债务规模达 1,363.08 亿元,主要由短期借款,一年内到期的长期借款和应付债券构成,同期末公司账面未受限货币资金 946.83 亿元,尚有近 416 亿元短期资金缺口。考虑到截至 2023 年 3 月末,公司尚有 900.71 亿元可用债券额度,且公司可用授信额度充足,资本市场认可度很高,短期偿债压力可控;但公司短期债务规模很大,债务结构仍有一定优化空间。

表 20: 近年来公司现金流及偿债情况 (亿元、%)

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	116.74	8.06	71.83	-22.49
投资活动产生的现金流量净额	-240.19	-269.38	-243.79	-55.96
筹资活动产生的现金流量净额	71.92	484.19	103.73	93.80
短期债务占比	36.37	39.38	38.43	36.32
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.44	0.09	0.76	--
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	--
总债务/EBITDA	13.16	13.81	16.18	--
FFO/总债务	0.01	0.01	0.02	--
EBIT 利息倍数(X)	2.27	2.37	1.96	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.52	2.69	2.37	--

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

母公司情况

2022 年以来母公司继续承担了一定融资职能,债务负担较重,总资本化比率已处于较高水平;母公司利润仍主要来源于投资收益,EBITDA 仍能完全覆盖利息支出,但覆盖倍数同比有所下降,同时其账面货币资金均未受限,融资渠道较为通畅,受资本市场认可度较高,融资成本较低,整体来看越秀集团母公司财务弹性很强。

从母公司口径来看,长期股权投资和其他应收款为母公司资产的主要构成,分别主要系对子公司和联营公司的投资成本以及应收关联方往来款项,近年来随着母公司对子公司及联营公司往来规模不断增长,其资产总额不断扩大。因母公司承担了较多融资职能,其总债务规模呈小幅增长态势,且债务负担较重。从债务种类上看,母公司以银行贷款和发行债券为主要融资方式,且发行了优先股和多期永续类融资工具,计入“其他权益工具”科目;从期限构成上看,2022 年以来,母公司仍以长期债务为主;从到期分布上看,截至 2023 年 3 月末,母公司未来 1 年将到期的债务规模为 377.09 亿元,占越秀集团合并口径短期债务的比重为 27.66%,到期债务规模较大。财务杠杆方面,近年来母公司资产负债率和资本化比率均呈不断上升趋势且已处于较高水平。

母公司利润总额主要来源于越秀资本、越秀企业(集团)有限公司和广州汇星十一号实业投资合伙企业(有限合伙)的股利分配,近年来受子公司经营业绩波动而有所波动,但维持在较高水平。由于与子公司及联营企业往来款增多,母公司经营活动和投资活动现金流多呈净流出状态。偿债能力方面,2022 年母公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力始终较好,但无法完全覆盖债务本金。截至 2023 年 3 月末,母公司账面未受限货币资金为 163.68 亿元,较为充裕,同时直接融资渠道和间接融资渠道均较为通畅,融资成本在同类型企业中处于相对较低水平,具有较大规模的未使用授信额度,整体来看母公司财务弹性很强。

表 21: 表近年来母公司主要财务指标 (亿元、%、X)

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	0.34	0.35	0.72	0.27
营业毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00
投资收益	14.21	25.04	18.38	0.65
净利润	14.53	31.92	13.26	-0.96
资产总额	778.90	963.74	1,069.07	1,137.59
资产负债率	65.61	70.73	73.86	75.45
经调整的所有者权益	122.97	138.13	135.47	135.24
总资本化比率	83.58	84.63	85.94	87.56
总债务	630.48	760.60	828.29	951.56
短期债务占比	43.69	30.96	38.14	39.63
经营活动净现金流	-36.52	-14.38	13.77	134.15
经营活动净现金流/利息支出	-1.58	-0.49	0.45	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.29	1.83	1.22	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

风控及资源协调能力

2022 年以来越秀集团建立的一整套风险管理体系保持运行, 能对集团各板块进行有效财务管控; 越秀集团在各板块业务开展过程中, 能够充分利用集团优势, 具备很强的金融资源协调能力。

母公司在集团层面制定了完善的风险管理制度, 建立了一整套风险管理体系, 由公司董事会对风险管理、内部控制和法律合规管理制度及有效实施进行总体监控和评价。公司重大事项审批流程清晰。在对外担保方面, 越秀集团除对关联方提供担保外, 无其他对外担保, 涉及或有事项影响较小; 越秀集团能够有效协调管理各子公司投融资额度, 集团层面每季度召开流动性会议, 全面梳理到期债务, 监控债务偿还进展和资金安排。

越秀集团对各板块金融资源协调支持体现为以下方面: 直接资金支持方面, 越秀集团根据各板块业务发展需要, 对子公司提供内部资金拆借, 包括越秀集团针对越秀交通收购路产予以资金支持, 对越秀食品、越秀租赁等进行增资, 夯实子公司资本实力; 担保支持方面, 针对部分自主融资成本较高的子公司业务板块, 集团层面会提供融资担保支持, 以降低子公司融资成本; 金融服务支持方面, 越秀集团作为中信证券第二大股东, 能够助力各板块在资本市场获得专业化金融服务支持; 此外, 越秀集团旗下各上市主体具有资产、财务、人员独立性, 但近来越秀集团积极推进新一代司库管理平台建设, 实现内部拆借、资金调拨、资金计划、融资管理、理财管理、账户管理、资金结算等资金业务全面线上管理。整体来看, 越秀集团具备很强的金融资源协调能力。

其他事项

截至 2023 年 3 月末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼; 同期末, 公司无对外担保。

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 2023 年 5 月, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

——越秀集团 2023 年将继续坚持“4+X”发展战略, 核心业务组合不发生变化, 不存在大规模的股权划入划出。

——预计越秀集团 2023 年地产板块收入仍保持一定幅度增长, 交通基建板块和金融板块维持一定水平增长, 食品板块得益于乳业扩张增长较快, 营业总收入将稳步增长, 盈利能力保持稳定。

——2023 年, 公司新增在建项目投资规模预计在 100~150 亿元, 股权类投资规模在 300~330 亿元。

——预计 2023 年公司债务规模将呈增长态势, 2023 年新增债务类融资 2,000~2,200 亿元。

预测

表 22: 公司重点财务指标预测情况

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率 (%)	70.93	71.66	65.57~80.14
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	2.69	2.37	1.43~2.15

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正, 并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为, 公司流动性较为充足, 未来一年的流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

从流动性方面来看, 公司与多家金融机构保持着良好的合作关系, 截至 2023 年 3 月末, 公司共获得银行授信额度 7,333.28 亿元, 其中尚未使用额度为 4,255.04 亿元。同期末, 公司未受限货币资金 946.83 亿元, 可为公司偿还债务提供一定的直接支持。从直接融资看, 公司拥有上市六家上市公司或基金, 同时在债券市场发行较为活跃, 且受认可度较高, 资本市场融资渠道较为通畅。从融资空间看, 截至 2023 年 3 月末, 公司合并口径受限资产账面价值为 989.15 亿元, 规模较大, 占总资产的比重为 10.74%, 主要系用于抵质押贷款的存货和无形资产, 以及融资租赁业务中质押、保理融资受限的长期应收款等, 公司仍有一定抵质押融资空间。整体来看, 在较强的

⁴ 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。

金融资源调度能力支持下，公司具备较好的流动性。

公司的流动性需求主要来源于主营业务板块的日常生产经营，房地产板块的项目建设和金融板块的对外投放，预计未来一年公司仍将保持较大规模的投资支出，资金需求量较大。同时，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年到期债务约 1,363.08 亿元，规模较大；此外，2022 年公司资本化、费用化以及永续类债务融资工具利息支出合计约 94 亿元，预计未来一年随着公司债务规模的增长，利息支出将继续增加。综上所述，公司未来一年的流动性需求虽较大，但良好的流动性来源可对其流动性需求形成有效覆盖，公司流动性较为充足。

表 23：截至 2023 年 3 月末，公司合并口径债务到期分布（亿元）

债务种类	1 年以内	1~2 年	2 年及以上
信用类债券	719.45	229.03	731.16
银行贷款	609.12	455.69	855.11
其他	34.51	41.76	76.89
合计	1,363.08	726.47	1,663.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司较为注重安全生产与环保投入，近年来未发生重大安全事故，且公司治理结构较为完善，内控制度较为健全；公司 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险基本无影响。

越秀集团自 2012 年起，每年发布可持续发展报告，披露公司在经济、环境和社会治理等方面的实践情况。具体来看：

环境方面，公司坚持绿色发展理念，持续推动绿色可持续发展战略。近年来未发生重大环境污染和生态破坏事件。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，近年来未发生重大安全事故。

公司治理方面，公司依据《公司法》等有关规定，制定了公司章程，设立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层。同时，公司根据业务需要，设立了发展部、资本经营部、管理部、财务部、审计部、法律合规与风险管理部等多个部门，并在财务管理、投融资决策、对外担保以及对子公司的管理等方面制定了多条规章制度并建立了较为完善的内控体系。整体来看，公司管理体制较为完善，相应的管理制度和条例较为全面。

外部支持

广州市经济财政实力位于广东省前列，广州市政府支持能力很强；同时公司作为广州市规模最大的国有企业之一，地位重要，广州市政府对公司的支持意愿强。

广州市作为广东省省会城市，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，人口虹吸效应明显；同时，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，目前已形成汽车制造业、电子产品制造业和石油化工制造业三大支柱

⁵ 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。

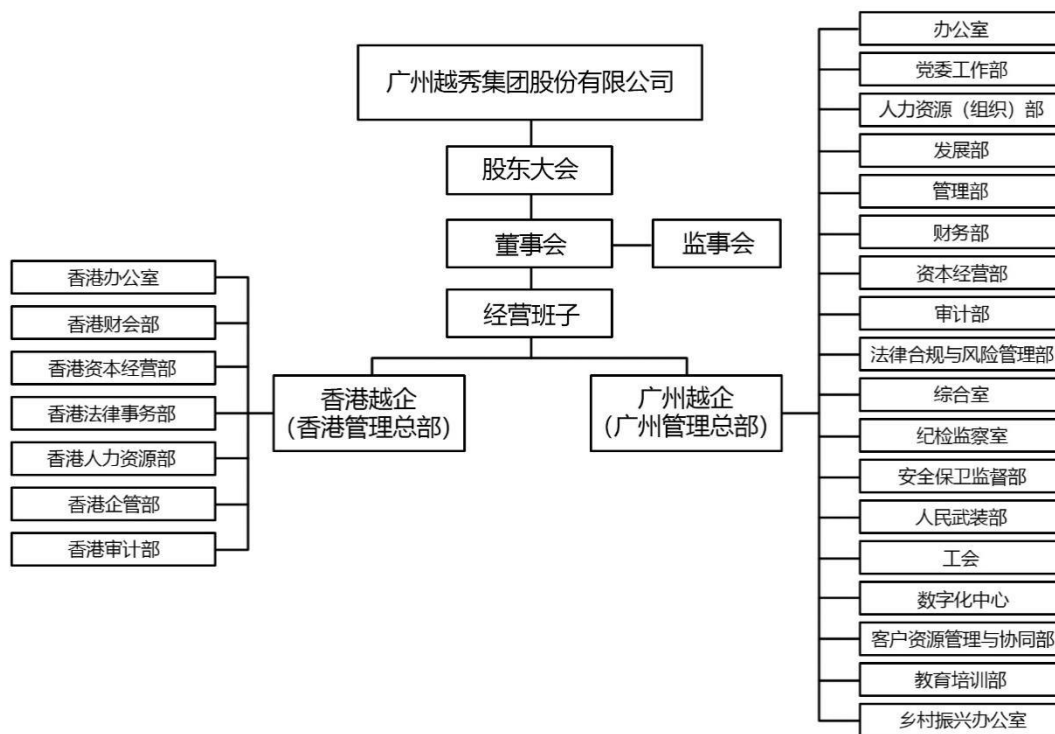
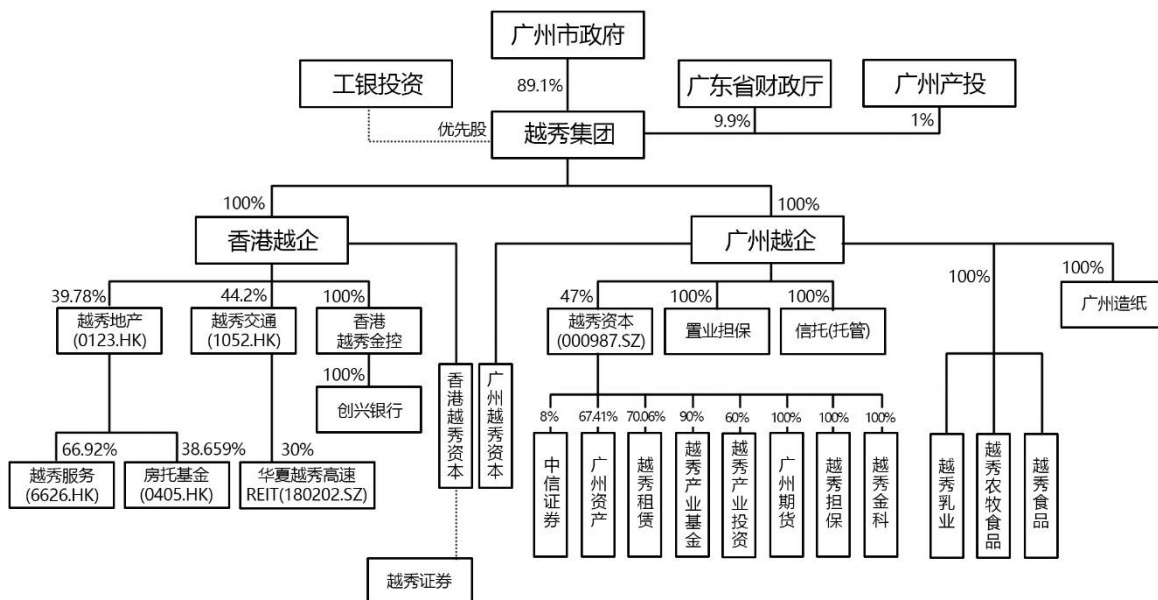
产业，产业内部构成不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑。广州市经济实力极强，2022 年全市实现地区生产总值 28,839.0 亿元，同比增长 1.0%，经济总量在广东省仅次于深圳市。广州市财政综合实力在广东省 21 个市持续高居前列，2022 年全市实现一般公共预算收入 1,854.7 亿元。广州市广义债务率仍处于全省及全国中下游水平，其债务压力相对较轻。同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，净融资额仍呈净流入趋势，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境好。

公司控股股东和实际控制人均为广州市人民政府，广州市政府一直致力于将公司打造为产融结合、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，始终坚持“4+X”发展战略，形成了多元化的业务布局，形成了越秀地产、越秀资本、越秀交通等有影响力的企业品牌，重要的地位使得公司与地方政府关系紧密，此外近年来公司亦在资产注入和财政补贴等方面获得了政府支持，综上广州市政府对公司的支持意愿强。

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 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）（品种一）”信用等级为 **AAA**，“广州越秀集团股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第五期）（品种二）”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 2023 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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	644.49	780.74	856.74	963.61
应收账款	8.94	10.83	19.73	13.65
其他应收款	319.24	402.01	450.69	398.28
存货	1,596.12	1,810.94	2,120.29	2,196.59
长期投资	828.27	839.39	922.57	979.26
固定资产	88.23	92.70	154.50	164.60
在建工程	20.77	37.48	65.55	64.04
无形资产	360.87	361.85	434.96	455.84
资产总计	6,754.61	7,824.80	9,034.77	9,206.33
其他应付款	186.97	280.08	267.34	301.73
短期债务	977.76	1,243.02	1,391.54	1,363.08
长期债务	1,710.61	1,913.74	2,229.88	2,389.63
总债务	2,688.37	3,156.76	3,621.42	3,752.71
净债务	2,062.41	2,376.02	2,782.96	2,789.10
负债合计	5,463.86	6,386.89	7,458.43	7,608.39
所有者权益合计	1,290.75	1,437.90	1,576.34	1,597.94
利息支出	80.95	84.91	94.39	23.24
营业总收入	696.59	871.62	1,060.29	191.12
经营性业务利润	93.07	128.19	127.09	16.70
投资收益	57.00	48.46	34.49	9.48
净利润	109.90	116.11	108.84	18.80
EBIT	183.90	201.64	185.39	--
EBITDA	204.33	228.62	223.77	--
经营活动产生的现金流量净额	116.74	8.06	71.83	-22.49
投资活动产生的现金流量净额	-240.19	-269.38	-243.79	-55.96
筹资活动产生的现金流量净额	71.92	484.19	103.73	93.80
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
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	--
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	0.25
应收账款周转率（X）	68.05	78.24	62.75	39.69
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
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.01	-0.02	-0.01	--
经调整的经营活动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、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他权益工具中带息债务调入长期债务；3、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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	108.67	72.74	141.92	163.68
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	292.77	491.00	380.26	358.06
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	350.37	345.91	442.76	540.70
固定资产	0.00	0.00	0.01	0.01
在建工程	--	--	--	--
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	778.90	963.74	1,069.07	1,137.59
其他应付款	66.34	63.68	104.42	50.10
短期债务	275.43	235.47	315.92	377.09
长期债务	355.98	525.13	512.37	574.47
总债务	631.41	760.60	828.29	951.56
净债务	522.74	687.86	686.37	787.88
负债合计	511.03	681.64	789.60	858.34
所有者权益合计	267.87	282.09	279.47	279.24
利息支出	23.09	29.28	30.53	5.93
营业总收入	0.34	0.35	0.72	0.27
经营性业务利润	0.29	6.24	-5.22	-1.13
投资收益	14.21	25.04	18.38	0.65
净利润	14.53	31.92	13.26	-0.96
EBIT	29.69	53.67	36.92	--
EBITDA	29.69	53.67	37.29	--
经营活动产生的现金流量净额	-36.52	-14.38	13.77	134.15
投资活动产生的现金流量净额	9.72	-141.20	95.56	-230.41
筹资活动产生的现金流量净额	63.35	119.46	-40.09	118.02
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率（%）	-17.69	-1,701.08	808.01	503.01
EBIT 利润率（%）	8,761.37	15,177.54	5,123.04	--
总资产收益率（%）	3.81	6.16	3.63	--
流动比率（X）	1.35	1.98	1.26	1.30
速动比率（X）	1.35	1.98	1.26	1.30
存货周转率（X）	--	--	--	--
应收账款周转率（X）	--	--	--	--
资产负债率（%）	65.61	70.73	73.86	75.45
总资本化比率（%）	83.70	84.63	85.94	87.56
短期债务/总债务（%）	43.62	30.96	38.14	39.63
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.09	-0.06	-0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.22	-0.19	-0.05	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障 倍数（X）	-1.58	-0.49	0.45	--
总债务/EBITDA（X）	21.26	14.17	22.21	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.23	0.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.29	1.83	1.22	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.29	1.83	1.21	--
FFO/总债务（X）	-0.03	-0.04	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据越秀集团提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告、经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司有息债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、其他权益工具中带息债务调入长期债务；3、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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	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
经营效率	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
	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)
盈利能力	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
	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)	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/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
	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	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	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。”

附五：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，违约很可能会发生。
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，违约很可能会发生。
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