



# 信用等级通知书

信评委函字 [2019]1598D 号

## 广州越秀集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司  
及贵公司拟发行的“广州越秀集团有限公司2019年度第一期  
绿色中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信  
用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展  
望为稳定，本期绿色中期票据的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年八月七日

# 广州越秀集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

发行主体	广州越秀集团有限公司
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AAA
注册额度	40 亿元
本期发行规模	10 亿元
本期票据期限	5 年
偿还方式	每年付息一次, 于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息
发行目的	用于广州造纸股份有限公司(以下简称“广纸股份”)环保搬迁和林纸一体化项目、广州造纸集团有限公司(以下简称“造纸集团”)环保迁建二期工程的采购节能环保原材料

## 概况数据

越秀集团(合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	3,739.50	4,295.64	5,181.10	5,567.98
所有者权益合计(亿元)	665.48	658.70	846.95	875.97
总负债(亿元)	3,074.01	3,636.94	4,334.15	4,692.01
总债务(亿元)	1,292.98	1,592.06	1,808.50	2,137.13
营业总收入(亿元)	341.22	372.68	448.21	108.91
净利润(亿元)	42.63	38.43	49.85	10.89
EBIT(亿元)	96.10	91.90	129.21	31.49
EBITDA(亿元)	107.33	102.44	141.18	--
经营活动净现金流(亿元)	-33.14	-7.61	111.33	-72.22
营业毛利率(%)	38.17	40.13	42.62	43.30
总资产收益率(%)	2.68	2.29	2.73	--
资产负债率(%)	82.20	84.67	83.65	84.27
总资本化比率(%)	66.02	70.73	68.11	70.93
总债务/EBITDA(X)	12.05	15.54	12.81	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.41	2.09	2.02	--
越秀集团(母公司口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	365.74	577.77	714.29	796.63
所有者权益合计(亿元)	97.51	98.04	169.99	167.06
总负债(亿元)	268.23	479.72	544.30	629.58
总债务(亿元)	256.55	320.14	308.88	395.38
营业总收入(亿元)	0.07	0.28	0.30	0.03
净利润(亿元)	-4.81	-8.38	-9.29	-1.91
EBIT(亿元)	7.07	2.75	6.60	1.64
EBITDA(亿元)	7.09	2.76	6.60	--
经营活动净现金流(亿元)	-39.05	73.50	-47.55	-69.81
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
总资产收益率(%)	1.96	0.58	1.02	--
资产负债率(%)	73.34	83.03	76.20	79.03
总资本化比率(%)	72.46	76.55	64.50	70.30
总债务/EBITDA(X)	36.21	115.87	46.77	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.60	0.25	0.42	--

注: 1、公司各期财务报表均执行新会计准则; 2、中诚信国际合并口径总债务包括长期应付款、其他非流动负债、其他应付款和其他流动负债中有息负债; 母公司口径总债务包括其他流动负债中有息负债; 3、公司未提供 2019 年一季度现金流量表补充资料, 故相关指标无法计算。

## 分析师

项目负责人: 余 茜 qyu@ccxi.com.cn  
 项目组成员: 汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn  
 王 冲 chwang@ccxi.com.cn  
 电话: (010) 66428877  
 传真: (010) 66426100

2019 年 8 月 7 日

## 基本观点

中诚信国际评定广州越秀集团有限公司(以下简称“越秀集团”或“公司”)主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“广州越秀集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据”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、产业发展保持较强的业务竞争力、盈利能力极强和融资渠道极其畅通等因素对公司信用实力的支撑; 同时, 中诚信国际也关注到下属子公司重大资产重组和债务规模上升较快等因素对公司未来经营及整体信用状况的影响。

## 优势

- **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国有资产监督管理委员会在资金补助、资产注入等方面的大力支持。
- **产业发展保持较强的业务竞争力。**经过多年发展, 公司已形成以金融、房地产和交通基建为核心的多元化经营模式, 且各核心业务板块均具有较强的业务竞争力; 此外, 银行板块和地产板块均引进新的战略投资者, 充实了下属银行的资本实力、为地产板块带来一系列优质项目资源。
- **盈利能力极强。**近年来公司各业务板块持续发展, 营业收入逐年上升, 且各业务板块盈利空间较大, 公司整体盈利能力极强。
- **融资渠道极其畅通。**公司下属拥有越秀地产股份有限公司(股票代码 00123.HK, 以下简称“越秀地产”)、越秀交通基建有限公司(股票代码 01052.HK, 以下简称“越秀交通”)、广州越秀金融控股集团股份有限公司(股票代码 000987, 以下简称“越秀金控”)、创兴银行有限公司(股票代码 01111.HK, 以下简称“创兴银行”)和越秀房地产投资信托基金(股票代码 00405.HK)五家境内外上市企业以及基金, 资本市场融资渠道极其畅通。

## 关注

- **重大资产重组。**2018 年末, 在收购广州证券股份有限公司(以下简称“广州证券”)少数股权项目完成的基础上, 越秀金控正式启动了广州证券与中信证券股份有限公司(以下简称“中信证券”)合并重组, 中诚信国际将对上述合并重组事宜进展保持关注。
- **公司债务规模上升较快。**随着公司业务不断发展, 负债及债务规模持续快速增加; 母公司收入来源较少, 同时, 利息支出较大且子公司分红较少, 债务规模和资产负债率持续处于高位。

## 本次评级适用评级方法和模型：通用（TY\_2019\_02）

广州越秀集团有限公司打分卡结果				
重要因素	序号	指标名称	指标数据	对应分数
盈利能力（20%）	1	EBITDA利润率(%)	30.15	10
	2	总资产收益率(%)	2.57	6
财务政策与偿债能力（30%）	3	总资本化比率(%)	68.11	7
	4	总债务/EBITDA(X)	13.47	5
	5	EBITDA利息保障倍数(X)	2.17	7
	6	(CFO-股利)/总债务(%)	-4.6	5
规模与多元化（30%）	7	营业总收入(亿元)	448.21	10
	8	业务多样性	10	10
运营实力（20%）	9	资源禀赋	10	10
	10	资源控制力	10	10
打分结果				aa+
BCA(Baseline Credit Assessment)基础信用评估				aa+
支持评级调整				1
评级模型级别				AAA

### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别aa+的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

## 评级历史关键信息

广州越秀集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	AAA	2019/6/17	余茜、汪莹莹、王冲	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用） CCXI TY 2016 01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	AAA	2017/6/19	陆静怡、汪莹莹	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用） CCXI TY 2016 01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

四、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。

五、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

六、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

七、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。

八、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

## 发行主体概况

广州越秀集团有限公司成立于2009年12月，初始注册资本10,000万元；广州市人民政府系公司的唯一出资人，并授权广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）履行出资人职责。根据广州市国资委《关于越秀企业（集团）有限公司股权调整问题的批复》（穗国资批[2009]144号文），越秀企业（集团）有限公司的全部股权划转至公司名下，形成资本公积82.77亿元。经过2010年9月、2010年10月和2011年6月的三次增资，截至2011年6月末，公司注册资本为53.00亿元。根据广州市国资委《关于理顺越秀集团穗港两地资产产权关系相关事项的批复》（穗国资批[2011]154号文），以2010年12月31日为划转基准日，广州市人民政府将持有的广州越秀企业集团有限公司（以下简称“广州越企”）100%国有产权无偿划转至公司。后经过多次增资，截至2019年3月末，公司注册资本和实收资本均增至112.69亿元。2018年12月24日，根据穗国资产权[2018]35号文，广州市国资委出具通知，将公司1%国有股权无偿划转到广州国资发展控股有限公司。公司已于2018年12月27日完成工商变更登记手续。截至2019年3月末，广州市国资委持有公司99%股权，为公司控股股东，广州市人民政府为公司实际控制人。

公司主营业务包括金融业务，房地产开发销售和物业经营以及高速公路及桥梁的投资、经营和管理等。经过多年发展，公司已形成地产、交通基建、金融等板块多元化发展的业务格局。

截至2018年末，公司总资产为5,181.10亿元，所有者权益合计为846.95亿元，资产负债率为83.65%；2018年，公司实现营业总收入448.21亿元，净利润49.85亿元，经营活动净现金流111.33亿元。

截至2019年3月末，公司总资产为5,567.98亿元，所有者权益合计为875.97亿元，资产负债率为84.27%；2019年1~3月，公司实现营业总收入108.91亿元，净利润10.89亿元，经营活动净现金流-72.22亿元。

## 本期中期票据概况

### 发行条款

本期绿色中期票据注册额度为人民币40亿元，本期拟发行金额为10亿元，按面值发行，发行期限为5年。本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

### 募集资金用途

本期绿色中期票据拟募集资金10亿元，拟全部用于广纸股份环保搬迁和林纸一体化项目、造纸集团环保迁建二期工程的采购节能环保原材料。

截至本报告出具日，广纸股份环保搬迁和林纸一体化项目及造纸集团环保迁建二期工程项目已建成投产，并通过环保竣工验收，处于项目运营过程中。本期的募集资金主要用于上述两个项目运营的资金需求，具体用途为采购节能环保原材料。

## 宏观经济与政策环境

2019年上半年，虽然“稳增长”政策发力和改革开放持续推进在一定程度上缓冲了经济下行压力，但供需两弱格局并未根本改观，经济增长稳步放缓。上半年GDP同比增长6.3%，较上年同期回落0.5个百分点，较上年全年回落0.3个百分点。需求端不同程度下行，投资内部走势分化，基建投资回稳，房地产投资高位增长，制造业投资等内生性投资疲弱；消费增速低于上年同期；出口增速回落。生产受需求放缓拖累表现较为疲弱，三大产业增速同比均放缓，工业和制造业增长趋缓，第三产业占比同比下降。通胀走势分化，猪肉、鲜果价格上涨带动CPI持续攀升，供给侧改革力度边际减弱PPI低位运行，后续CPI涨势或将放缓，PPI或有通缩之忧。金融数据有所改善，宽信用基调下金融业增速回升，M2与社融走势基本平稳，随着全球货币政策趋于宽松人民币贬值压力缓解。

宏观政策方面，在经济下行压力下，逆周期宏观调控政策在坚持稳增长、防风险双底线同时，仍侧重于稳增长。预计下半年政策“稳增长”基调仍

将延续。货币政策有望继续保持稳健基调，结构性调整持续。财政政策继续加力提效，减税降费激活微观主体活力，在一般公共财政和政府性基金收支压力较大情况下，专项债有望在稳增长方面发挥更大作用。金融监管仍将以“稳”为主，并注重防范“处置风险的风险”。值得一提的是，在当前中国经济高杠杆、高资产价格约束持续存在的背景下，政策“稳增长”的力度和效果仍将受到一定程度制约，对经济的提振作用仍然有限。

宏观风险方面，当前我国正处于防范化解重大风险的关键时期，经济运行中结构性风险仍存。上半年在“稳增长”政策带动下宏观杠杆率增长加快，非金融企业杠杆率由降转升，政策“稳增长”仍需警惕债务风险加剧。实体经济疲弱有效融资需求不足，宽货币释放的大量货币或有可能进入股市、债市及商品等领域寻找逐利机会，进而引发结构性泡沫。在减税降费及财政支出发力背景下，财政尤其是地方财政平衡压力加大。在包商银行被接管事件的冲击下流动性分层加剧，中小银行和非银机构面临的流动性压力加大，有可能加大对中小银行和非银机构依赖较大的民企融资难度，加剧民企信用风险。

宏观展望方面，下半年经济运行中结构性下行因素仍存，经济下行压力或将进一步加大。从内外环境看，政策“稳增长”面临多重约束，中美贸易冲突不确定性仍存。投资“稳增长”受制约：随着房地产融资收紧后续房地产投资增速大概率回落，财政收支压力较大基建稳增长仍受限，内生性投资动力不足也给投资整体带来拖累。居民部门收入增长放缓制约其消费能力和消费意愿。全球经济复苏放缓、中美贸易冲突不确定性仍存背景下出口边际放缓压力持续。

中诚信国际认为，当前中国经济供需两端均存在走弱压力，大国博弈背景下外部不确定性持续存在，短期经济仍有进一步下行压力。但是，鉴于扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到约束但也能在一定程度上发挥经济下行“缓冲垫”的作用，中国经济增长仍有一定

韧性。

## 行业分析

### 房地产行业

2018年楼市调控继续坚持以“房住不炒”为主线，各城市延续通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。2018年7月，中央政治局会议进一步要“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨”，展现了本轮楼市调控的决心。2018年12月，中央政治局会议中关于房地产市场部分新增“夯实城市政府主体责任”的表述，将调控主体具体到城市政府，更加明确城市政府在房地产调控中的主体责任，城市政府在调控政策上或将拥有更大的灵活性。

从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整，例如菏泽、广州等城市分别取消了限售及商住销售限制等部分调控措施。

在加强短期调控的同时，房地产市场调控的长效机制也在加速推进，住房租赁市场为其中重要组成部分。2018年3月，政府工作报告再次明确提出：建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展；培育住房租赁市场，发展共有产权住房；加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。受益于政府从土地、金融、政策等方面的大力支持，主流房企纷纷加大对长租公寓市场的布局。中诚信国际也将持续关注后续住房租赁政策的推出，及其对未来商品房住宅购置需求的影响情况。

2018年以来，房地产融资政策收紧，弱资质民企外部融资难度显著加大，融资成本同比明显上升，2019年仍然是公司债及境外美元债的到期及回售高峰，中小型民企的偿债能力和再融资能力仍面临考验。在政策调控以及竞争加剧的大环境下，行业集中度将继续提升，在销售规模、开发运营等方

面具备优势的企业能更好地抵御市场波动以及再融资风险，企业间信用风险分化日益明显。

## 证券行业

证券行业与宏观经济环境高度相关。近年来在外围欧债危机、国内通胀高企和再融资等因素的影响下，上证综指震荡下跌至 2013 年 6 月的 1,849.65 点，为近 4 年来的最低点。2013 年是中国经济深化改革转型升级不断深入的一年，当年全国 GDP 达到 568,845 亿元，同比增长 7.7%。受到国内经济结构战略调整，境外经济局势低迷的影响，A 股市场波动较大，而且表现继续分化，截至 2013 年末，上证综指报收 2,115.98 点，同比下跌 6.75%。2014 年，股票指数和两市成交量均大幅增长，其中上证综合指数收于年内新高 3,234.68 点，较 2013 年末上涨 52.87%，深圳成份指数收于年内新高 11,014.62 点，较 2013 年末上涨 35.62%。2015 年上半年，中国资本市场在改革红利不断释放、货币政策定向宽松的宏观背景下，延续了 2014 年第四季度以来的上涨势头，主要股指屡创新高，上证综指从 3,234.68 点上升至 5,178.19 点。但进入六月中旬后，市场在融资盘去杠杆、获利回吐等因素的影响下急促回调，股市出现巨幅震荡。监管层密集出台多项措施来稳定市场，取得初步成效，年末上证综指有所上升。截至 2015 年 12 月 31 日，上证综指为 3,539.18 点。

进入 2016 年以来，宏观经济下行压力加大，股票市场继续进入震荡下行，从 2016 年前三季度 A 股表现来看，各大指数整体均表现为下跌。但进入 10 月份以后，随着国内各金融机构资产配置压力加大以及国家对于房地产市场的连续政策调控，造成国内无风险收益率持续下滑，导致大量机构资金进入股票市场寻求高收益资产。推动股票市场指数持续上升。截至 2016 年末，上证综指收盘收于 3,103.64 点，较年内最低点 2,638.30 点上涨 17.64%，年初因熔断造成的大幅下跌的影响有所修复。2016 年底，中央经济工作会议定调，要稳中求进、去杠杆，大力发展实体经济，2017 年 A 股出现慢牛格局。2017

年全年，上证指数全年振幅 13.98%，截至 2017 年末，上证综指收盘收于 3,307.17 点，较年初上涨 6.56%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%。2019 年一季度，受社融预期宽松、宏观经济预期企稳、中美贸易关系预期缓和影响，以及科创板 IPO 注册管理办法正式发布等政策性利好，市场情绪转向乐观，A 股行情回暖，截至 2019 年 3 月末，上证综指收盘收于 3,090.76 点，相比年初上涨 23.93%。

图 1：2014-2019.3 上证综合指数变化趋势图



资料来源：Wind，中诚信国际整理

多层次资本市场体系建设方面，近年来，在大力发展资本市场的政策导向下，针对证券市场和证券公司的深层次改革陆续展开，多层次的资本市场体系逐步壮大和完善。2016 年以来，IPO 审核提速，截至 2016 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,052 家，总市值下降至 50.82 万亿元。2017 年前三季度，IPO 审核提速，2017 年 10 月新一届发审委履职以来，IPO 审核通过率大幅降低，2017 年 IPO 企业数量创下历史记录。截至 2017 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）增至 3,485 家，总市值下降至 44.93 万亿元。2018 年，IPO 审核趋严，众多企业主动终止审查、放弃 IPO，同时 IPO 审核趋缓，IPO 过会企业数量大幅减少。截至 2018 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,584 家，总市值下降至 43.49 万亿元。2019 年一季度，市场行情好转，但传统股权融资仍旧较为低迷，科创板尚未对券商投行收入产生影响，截至 2019 年 3 月末，我国境内上市公司数（A、B 股）3,617 家，受市场回

暖影响，总市值上升至 56.29 万亿元。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

表 1: 2016-2019.3 股票市场主要指标 (单位: 家、万亿元)

指标	2016	2017	2018	2019.3
上市公司总数	3,052	3,485	3,584	3,617
总市值	50.82	44.93	43.49	56.29
总成交额	126.73	111.90	89.76	33.94

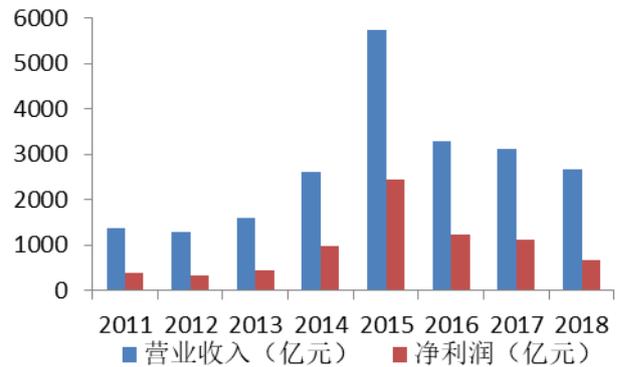
资料来源: Wind, 中诚信国际整理

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.66 万亿元，较上年大幅减少 50.21%。2017 年全年两市成交额 111.90 万亿元，同比减少 11.65%。2018 年，受中美贸易战、国内经济增速放缓等内外部因素影响，证券市场交易更为低迷，两市成交额 89.76 万亿元，同比减少 19.79%。2019 年一季度，证券市场回暖，股票交易复苏，当期两市成交额 33.94 亿元，同比增加 20.70%。

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务、信用业务和资产管理业务五大业务板块。从中国证券行业的收入结构来看，虽然经纪业务占比呈现震荡下降态势，收入结构得到优化，但从绝对占比看，仍较大程度的依赖于传统的经纪业务，因而整体的经营状况与宏观经济及证券市场景气度息息相关。随着市场景气度的提升，2013~2015 年，全行业证券公司分别实现净利润 440.21 亿元、965.54 亿元和 2,447.63 亿元，总体呈现上升态势。2016 年，证券公司整体经营情况受二级市场行情下滑影响显著，2016 年全行业证券公司实现净利润 1,234.45 亿元。受二级市场成交量及债券承销业务量下滑共同影响，2017 年证券公司实现净利润 1,129.95 亿元，同比减少 8.47%。受经济环境及监管政策影响，证券公司业绩持续承压，2018 年证券公司实现净利润 666.20 亿元，同比减少 41.04%。2019 年一季度，随着资本市场走强及交投活跃度提升，收入及利润均实现大幅增长，当期全行业实现净利润 440.16 亿

元，同比增加 86.80%

图 2: 2011-2018 年证券公司营业收入和净利润情况



资料来源: 证券业协会, 中诚信国际整理

从行业风险管理能力看，随着中国证券市场的发展，国内证券公司经历了从松散到规范的发展历程。为进一步提高证券公司的风险管理能力和合规管理水平，证监会出台《证券公司分类监管规定》，将证券公司分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。其中，A、B、C 三大类中各级别公司均为正常经营公司，D 类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。自 2010 年起，证监会每年对证券公司进行分类评价，以确定其风险管理能力和合规管理水平。据 2015 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 119 家证券公司中，剔除 24 家与母公司合并评价的公司外，共有 95 家证券公司参与分类评价，其中 AA 类公司 27 家，A 类公司 37 家，B 类公司 30 家，C 类公司 1 家，无 D 类及 E 类公司，全行业证券公司各项风险控制指标均已达到规定标准，且获得 AA 级和 A 级的券商数量较上年分别增加 7 家和 19 家。但伴随着 2015 年证券行业的快速发展，行业中亦出现了场外配资信息系统违规接入、两融违规操作招来的罚单，以及新三板业务中的违规行为等。为加强行业监管，证监会对多家券商进行立案调查，根据 2016 年度公布的证券公司分类结果，95 家参评券商中，58 家评级下滑、30 家评级持平、仅 7 家评级上升。2017 年 7 月，证监会发布修订后的《证券公司分类监管规定》，提出全面风险管理；新增年度营业收入、机构客户投研

服务收入占经纪业务收入比例、境外子公司收入海外业务收入、新业务市场竞争力或者信息系统建设投入等评级加分项；提高净资产加分门槛等。在 2017 年分类评价中，有 97 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 48 家、C 类有 9 家，评级最高的 AA 级有 11 家。在 2018 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 40 家、B 类有 49 家、C 类有 8 家、D 类有 1 家，评级最高的 AA 级有 12 家。2018 年的分类评价结果与 2017 年相比，有 24 家评级上升、24 家评级下滑、48 家评级持平，并首次出现了 D 类评级。在 2019 年 7 月发布的分类评价中，共有 98 家券商参评，其中 A 类有 38 家、B 类 50 家、C 类 8 家、D 类 2 家。评级最高的 AA 级有 10 家，较上年减少 2 家。2019 年的分类评价结果与 2018 年相比，有 19 家评级上升、28 家评级下滑、51 家评级持平，评级结果下调较上年增加 4 家。

## 收费公路行业

收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。目前我国高速公路大多由国家、省、市三级政府共同投资，形成了“国家投资、地方筹资、社会融资、利用外资”的多元化投融资模式。根据 2009 年发布的《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》（国发[2009]27 号），公路项目资本金比例由 35% 下降至 25%，各级政府投资压力有所下降，而省级投资主体的融资压力增加。

2015 年 9 月 14 日，国务院发布《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》（国发[2015]51 号），将公路项目资本金比例由 25% 进一步降至 20%。

2018 年，全国完成公路建设投资 2.13 万亿元，比上年增长 0.4%。其中，高速公路建设完成 9,972 亿元，同比增长 7.7%；普通国省道建设完成投资 6,378 亿元，同比下降 12.2%；农村公路建设完成投资 4,986 亿元，同比增长 5.4%。

目前，由于建设成本大幅上涨和改扩建支出巨大，收费公路企业债务压力增大。截至 2017 年末，全国收费公路累计建设投资总额为 82,343.9 亿元，其中，政府还贷公路 41,487.4 亿元，经营性公路 40,856.5 亿元。高速公路累计建设投资总额为 76,335.8 亿元。在累计建设投资总额中，资本金占比约 31%，债务性资金占比约 69%，债务性资金中以银行贷款为主。

截至 2017 年末，全国收费公路债务余额为 52,843.5 亿元。收费公路按属性划分，政府还贷公路 28,279.8 亿元，经营性公路 24,563.7 亿元；按技术等级划分，高速公路 49,867.3 亿元，一级公路 1,946.1 亿元，二级公路 135.9 亿元，独立桥梁隧道 894.1 亿元。2017 年，全国收费公路通行费收入为 5,130.2 亿元，扣除必要的养护、改扩建、运营、税费和其他支出后，剩下可供用于偿债的资金为 3,422.2 亿元，除支付当年 2,495.7 亿元利息外，还可还本 926.5 亿元。

表 2：2017 年末全国收费公路累计投资额及债务余额情况（亿元）

属性分类	资本金 (1)	债务性资金 (2)	投资总额 (3)	债务余额
政府还贷公路	12,091.2	29,396.2	41,487.4	28,279.8
经营性公路	13,522.9	27,333.6	40,856.5	24,563.7
<b>合计</b>	<b>25,614.1</b>	<b>56,729.8</b>	<b>82,343.9</b>	<b>52,843.5</b>

注：(1)+(2)=(3)

资料来源：《2017 年全国收费公路统计公报》，中诚信国际整理

从具体企业的财务表现来看，省级高速集团作为全省高速公路的投资、建设和运营主体，通常具有资产规模大、运营路产多、投资规模大和负债率高等特点，大规模投资形成的债务导致其路费收入

大多仅满足付息需求。高速公路上市公司的路产一般位于公路需求旺盛的区域，具有资产规模小、盈利能力强、债务负担轻等特点。

**表 3：2018 年部分省级高速公路集团及上市公司财务指标**

省级高速集团	营业总收入(亿元)	营业毛利率(%)	总资产(亿元)	资产负债率(%)
山东高速集团	706.27	20.06	6,145.86	71.07
江苏交通	470.17	40.79	4,540.27	59.14
浙江交投	1,376.91	13.98	4,056.81	66.30
四川交投	400.73	22.13	3,764.26	62.79
福建高速集团	163.66	60.32	3,439.02	70.92
陕西交建	114.95	64.70	2,894.20	70.98
陕西高速	114.17	62.51	2,067.83	71.85
首发集团	123.96	27.61	2,045.03	57.89
上市公司	营业总收入(亿元)	营业毛利率(%)	总资产(亿元)	资产负债率(%)
宁沪高速	99.69	54.11	481.63	39.05
山东高速股份	68.29	49.48	685.96	57.26
赣粤高速	45.07	37.09	329.81	50.93
深高速	58.07	50.78	411.01	52.46
四川成渝	59.69	37.66	362.04	58.89
中原高速	57.76	51.72	501.48	77.64
福建高速股份	26.63	61.17	172.99	36.05
皖通高速	29.67	56.76	147.80	28.41

注：福建高速集团对政府还贷公路不计提折旧，陕西交建和陕西高速对高速公路不计提折旧，营业毛利率高。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

目前，我国高速公路行业表现出投资规模大、负债率高的特点，通行费收入对还本付息和新增投资的支撑能力较弱。考虑到收费公路作为社会基础设施的重要公益性质，地方政府的支持力度和财政实力仍将是影响行业信用水平的重要因素。

2016 年 12 月，国家发展和改革委员会和交通运输部发布《关于进一步贯彻落实“三大战略”发挥高速公路支撑引领作用的实施意见》（发改基础[2016]2806 号），指出高速公路建设需按照“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”的部署，为“三大战略”的发展提供有力支撑；提出贯通支撑“三大战略”的国家高速公路主通道、打通地方高速公路省际通道、畅通主要城市群内城际通道等八项主要建设任务。为此，中央将继续加大车购税等中央资金的投入力度；同时鼓励充分发挥政府资金的引导和撬动作用，推广政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership，以下简称“PPP”），吸引更多社会资本参与投资。2016

年 12 月，国家发展改革委办公厅和交通运输部办公厅发布《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》，对已纳入交通运输部“十三五”发展规划和三年滚动计划的收费公路 PPP 项目的前期管理流程做出了详细规定，以确保收费公路 PPP 项目前期工作平稳有序推进。

随着预算法（2014 年修订）的实施和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）的印发，地方原有各类交通融资平台的政府融资功能被取消，政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式需要相应调整。为此，2017 年 7 月，财政部和交通运输部联合印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号），提出“地方政府为政府收费公路发展举借债务采取发行收费公路专项债券”的融资方式，并提出由省级政府作为收费公路专项债券的发行主体，所发行的债券纳入地方政府专项债务限额管理；发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡；收费公路专项债券收入、支出、还本、付息、发行费用等纳入政府性基金预算管理等具体实施方案。首先，收费公路专项债券有利于规范政府举债行为，防控地方政府性债务风险，是中央加强对地方政府性债务管理的表现；其次，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，提高管理效率，增强政府偿债能力。这种更加规范化、标准化、透明化的融资方式，在控制地方政府性债务规模和成本方面都有一定积极作用。

长期来看，收费公路行业投资规模大、投资回报期长的特点将持续；通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP、政府收费公路专项债券等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。

## 竞争及抗风险能力

公司作为广州地区资产规模最大的国有集团企业之一，抗风险能力主要体现在两个方面，一方

面，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；另一方面，公司明确战略定位，集中资源发展三大核心产业，市场竞争力逐步增强。

资产及资本金注入方面，2014年和2015年，根据广州市国资委关于增加广州越秀集团有限公司资本金的相关批复文件，分别将公司于2014年6月30日及2015年12月29日收到的广州市财政局拨付的40.00亿元和10.83亿元资金增加公司资本金。2016年及2017年8月，广州市国资委分别将广州越秀金融控股集团股份有限公司（曾用名“广州友谊集团股份有限公司”，以下简称“越秀金控”，股票代码000987）12.56%及41.69%的股权划转至公司，增加资本公积。2018年，根据穗国资[2018]139号文件和穗国资[2018]37号文件，广州市国资委分别将其持有的广州百越信有限公司（以下简称“百越信”）100%国有股权和广州风行发展集团有限公司（以下简称“风行集团”）100%国有股权无偿划拨至公司，分别增加资本公积19.00亿元和14.60亿元。

资金补助方面，2016~2018年，公司分别获得政府补助<sup>1</sup>0.31亿元、0.54亿元和0.85亿元，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、企业办公用房补贴、税费返还、外经贸发展专线资金等。

依托强大的股东背景，公司已确立了以金融、房地产、交通基建为核心产业，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“3+X”现代产业体系，为集中资源经营主业，近年来，公司持续调整并优化业务板块，逐步退出酒店、国际工程和劳务、水泥、超市和电池等业务，战略定位清晰。得益于产业布局的优化，公司的金融、地产和交通基建三大核心业务经营规模不断扩大，相关运营实体已成功实现上市，包括越秀地产、越秀交通、越秀金控和创兴银行。其中，越秀地产是摩根士丹利资本国际中国指数成分股，越秀交通是恒生香港中资企业指数成分股。此外，公司旗下拥有越秀房地产投资信托基金（以下简称“越秀地产信托”，股票

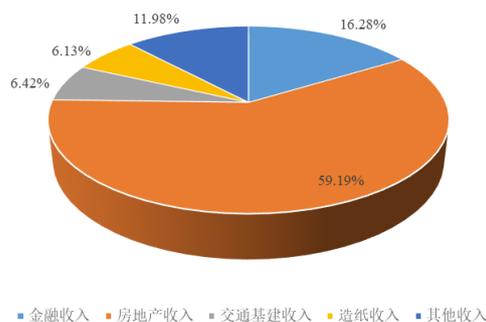
代码00405.HK），亦为香港上市基金，越秀地产信托入选了标普全球房托基金指数、彭博亚洲房托基金指数股和汤森路透、全球地产研究院、亚太房地产协会联合指数。

总体来看，强大的股东背景和政府支持对公司信用水平形成了强有力支撑；同时，公司通过调整战略布局，在产业多元化发展的基础上，集中资源增强核心产业竞争力，公司具备极强的抗风险能力。

## 业务运营

经过多年的发展，公司目前已形成金融、房地产、交通基建、造纸等板块，其中金融、房地产和交通基建为公司核心业务。2016~2018年，公司分别实现营业总收入341.22亿元、372.68亿元和448.21亿元。其中，房地产收入分别为226.13亿元、242.23亿元和265.30亿元，金融收入分别为56.77亿元、52.06亿元和72.97亿元，交通基建收入分别为25.42亿元、27.32亿元和28.77亿元，2018年，上述三大业务板块收入合计占营业总收入比重为81.89%。

图3：2018年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

## 房地产业务

越秀地产是公司房地产业务的运营主体，公司房地产板块的销售收入包括房地产开发收入和物业经营收入两部分，其中房地产开发是该业务板块的主要收入来源，近年来公司房地产开发收入占地产板块收入的比重均超过90%。受益于房地产销售业务的逐年扩增，公司地产板块整体收入水平持续提升，2016~2018年，地产板块分别实现营业收入

<sup>1</sup> 包括计入“营业外收入”科目中的政府补助和计入“其他收益”科目的政府补助。

226.13 亿元、242.23 亿元和 265.30 亿元，同期房地产开发收入占比分别为 93.26%、91.75% 和 91.92%。

公司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。公司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。

公司的房地产开发业务以广州地区为核心，并

稳步拓展至武汉、杭州、中山、烟台、江门、青岛和香港等多个城市。从近几年的项目结转情况来看，公司在广州以外地区的项目结转金额持续提升，而广州地区结转面积和金额的比重均有所下降。2016~2018 年，从结转面积来看，广州地区项目的结转比重分别为 26.38%、17.64% 和 16.14%；从结转金额来看，广州地区项目的结转比重分别为 33.45%、25.09% 和 22.94%。

表 4：2016~2018 年公司房地产项目结转区域分布（万平方米、亿元）

项目名称	2016		2017		2018	
	结转面积	结转金额	结转面积	结转金额	结转面积	结转金额
广州地区	48.41	64.71	34.36	55.76	27.57	55.93
环珠三角地区（除广州外）	41.48	35.98	78.86	63.30	39.33	36.22
环渤海地区	15.08	9.75	32.85	28.92	40.52	36.27
长三角地区	52.76	44.34	34.18	53.63	35.29	47.92
中部地区	25.76	38.67	14.55	20.63	28.15	67.48
合计	183.49	193.45	194.80	222.24	170.87	243.82

资料来源：公司提供

公司房地产业务未来将继续以广州地区为主，同时逐步进行广州以外区域的业务拓展。从房地产项目在建面积和新开工面积来看，广州区域 2018 年在新开工面积和在建面积同比均大幅增长，广州以外区域在建面积和新开工面积近年来亦快速增长。

表 5：2016~2018 年公司房地产项目区域分布（万平方米）

项目名称	2016	2017	2018
广州项目在建面积	415.72	440.57	614.31
广州项目新开工面积	147.57	102.60	217.53
广州项目竣工面积	77.07	51.00	68.79
其他地区项目在建面积	672.84	693.70	945.81
其他地区项目新开工面积	188.35	270.11	388.63
其他地区项目竣工面积	249.30	194.76	190.47

注：1、上表中统计的年末项目在建面积包含年末竣工面积，实际年末

施工项目面积=项目在建面积-项目竣工面积；2、项目竣工后按房地产证上的实测面积统计，且竣工面积不包括已完工但未决算部分，故“项目在建面积-项目竣工面积+次年新开工面积”和“次年在建面积”有所差异。

资料来源：公司提供

项目签约和销售方面，2016~2018 年，公司分别实现销售面积 233.00 万平方米、222.02 万平方米和 284.32 万平方米，受益于良好的推盘和销售能力，2018 年销售面积同比增长 28.06%，增幅较大。2016~2018 年，公司签约金额分别为 302.52 亿元、408.69 亿元和 596.65 亿元，受销售面积和不断上升的销售单价等因素综合影响，呈快速增长趋势。2018 年，广州和长三角地区有较大的房地产项目开盘销售使得当年签约金额大幅上升。

表 6：2016~2018 年公司地产签约和销售情况（万平方米、亿元）

区域	2016		2017		2018	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
广州	70.93	130.37	68.28	183.97	107.76	314.96
珠三角（不含广州）	78.25	64.82	50.74	51.32	41.90	44.63
中部	21.61	40.44	16.45	44.54	33.27	61.73
长三角	42.11	49.86	47.82	86.02	65.26	134.28
环渤海	20.10	17.03	38.33	34.42	36.13	41.05
其他	--	--	0.40	8.42	--	--
合计	233.00	302.52	222.02	408.69	284.32	596.65

注：受数据四舍五入影响，明细数据加总数和合计数有微小差异。

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司土地储备集中于广州，并逐步延伸至武汉、杭州、苏州、江门等地。截至 2018 年末，公司共有 66 个土地储备项目，分布于全国 12 个城市，总计拥有土地储备建筑面积 2,134.56 万平方米，其中，在建项目的建筑面积为 1,292.53 万平方米，未开发建筑面积为 842.03 万平方米。

表 7：截至 2018 年末公司主要土地储备情况

区域	项目数量(个)	土地储备建筑面积(万平方米)	在建建筑面积(万平方米)	未开发建筑面积(万平方米)
广州	28	889.51	545.52	343.99
佛山	3	66.74	45.26	21.48
江门	5	99.00	99.00	-
中山	1	15.31	15.31	-
杭州	6	244.84	152.66	92.18
苏州	3	131.51	56.84	74.67
武汉	9	363.87	259.85	104.02
沈阳	2	64.19	21.33	42.86
烟台	3	69.66	69.66	-
青岛	4	114.91	27.09	87.83
海南	1	67.80	-	67.80
香港	1	7.21	-	7.21
<b>合计</b>	<b>66</b>	<b>2,134.56</b>	<b>1,292.53</b>	<b>842.03</b>

注：上表中烟台区域包含济南区域。

资料来源：公司提供

除传统房地产开发业务外，越秀地产积极拓展“轨道+物业”新模式。2019 年 3 月，越秀地产公告称引入广州地铁集团有限公司（以下简称“广州地铁”）作为战略股东，广州地铁按照总价 61.62 亿港元认购越秀地产 30.80 亿股股份，占比约 19.9%；此外，越秀地产收购广州地铁中标的两个新地铁房地产项目项目公司的 51% 股权，上述新地铁房地产项目尚处于前期设计和绘图阶段，预计建设完工后会给越秀地产带来较好收益。

除房地产开发外，公司亦经营投资物业以扩展产品线，经营的项目主要为商业及停车场等，主要集中在广东省内。2016~2018 年，公司物业经营分别实现营业收入 15.25 亿元、19.99 亿元和 21.43 亿元。越秀金融大厦自 2016 年起正式投入运营，公司租赁收入和物业管理收入均有所增加，此外，2017 年，越秀地产子公司承接机场维修业务确认约 3 亿元物业收入，故 2017 年公司物业经营收入增幅较大。

表 8：截至 2018 年末公司主要持有的经营性物业情况

项目	业态	出租面积(平方米)
越秀城市广场	车场	83,528
国际羽毛球培训中心	商业	10,750
越秀金融大厦	商业	208,332
佛山南海项目(在建)	商业	115,660
天河南住 4 区综合服务楼	商业	6,105
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>424,375</b>

资料来源：公司提供

总体来看，公司房地产业务通过在粤港澳大湾区、长三角和中部地区三大增长极的业务布局，具备较强的市场影响力，近年来营业收入持续快速增长，且累积充足的土地储备，为公司房地产业务近期发展提供一定保障；此外，广州地铁作为越秀地产战略股东引入，未来房地产板块将获得更多的优质新地铁房地产项目。

## 金融业务

公司金融板块主要包括银行、证券、期货、融资租赁、产业基金及资产管理业务等，其中银行业务板块经营主体为创兴银行，其余主要由越秀金控负责。

银行业务方面，为拓展自身金控板块业务渠道，并实现金融产业的多元发展，公司于 2014 年 2 月完成对创兴银行的收购，总现金代价约为 116.4 亿港元。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，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、进出口贸易融资、企业银行服务及银团贷款等，附属公司更设有股票买卖、投资及保险等。截至 2018 年末，创兴银行在香港设立 39 间分行，大陆设有 3 间分行及 4 间支行，澳门设有 1 间分行。大陆分行中，广州分行和深圳分行获批成为全国银行间债券市场会员，广州分行获批成为全国外币拆借会员、具有全国银行间外汇市场即期交易会员资质。2018 年，创兴银行成功引入广州地铁投融资（香港）有限公司成为其第二大股东，创兴银行将进一步向大陆进行业务拓展。截至 2018 年末，创兴银行客户存款总

额为 1,436.90 亿港元，同比增长 20.99%；客户贷款总额为 1,018.25 亿港元，同比增长 17.45%；贷款与存款比例<sup>2</sup>为 67.95%，不履行贷款比率为 0.35%，低于香港同业约 0.60% 的平均水平。截至 2018 年末，创兴银行资产总额为 1,905.76 亿港元，同比增长 16.38%，其中，证券投资业务规模增加至 469.86 亿港元，同比增长 20.00%。截至 2018 年末，创兴银行一级资本比例为 15.49%，普通股一级资本比率为 13.44%。2018 年，创兴银行实现净利息收入 28.80 亿港元，同比增长 24.29%，主要受益于银行业务的发展使得贷款规模的扩大和存贷利息差扩大等因素影响；2018 年，创兴银行实现净费用及佣金收入 3.84 亿港元，同比增长 17.43%，主要系手续费、财富管理和信用业务佣金收入增加等因素所致；2018 年，创兴银行实现买卖及投资净收入 2.48 亿港元，扭亏为盈，主要来源于人民币汇率变动以及外汇资金掉期合约活动、买卖收入和客户外汇买卖收入等贡献。

2016 年 4 月，广州越企将全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称“金控有限”）的股权出售给广州友谊集团股份有限公司。同时，广州市国资委将其持有的广州友谊集团股份有限公司 12.56% 股权划转至越秀集团。自 2016 年 8 月 1 日起，广州友谊集团股份有限公司启用新的证券简称“越秀金控”，证券代码为“000987”，金控有限成为越秀金控的全资子公司，越秀金控成为国内首个地方金控上市平台。2017 年 6 月 7 日，国务院国资委批复同意广州市国资委将其持有的越秀金控 41.69% 股权划转至越秀集团，划转后，越秀集团持有越秀金控 54.25% 的股份，成为越秀金控控股股东。上述股权无偿划转已于 2017 年 8 月 17 日完成股份过户登记。此外，越秀金控于 2018 年完成发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金工作，上述交易完成后，越秀金控直接和通过全资子公司金控有限持有广州证券 100% 的股权，同时，越秀金控注册资本由 2017 年末的 22.24 亿元增加至 2019 年 3 月末的 27.53

亿元，公司持有越秀金控股份比例由 2017 年末的 54.25% 下降至 2019 年 3 月末的 47.26%。越秀金控直接持有广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）股权，并通过全资子公司金控有限间接控股广州证券、广州越秀融资租赁有限公司（以下简称“越秀租赁”）和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”）等多个金融业务平台，参股广州越秀小额贷款有限公司（简称“越秀小贷”），通过广州证券间接控股广州期货股份有限公司（以下简称“广州期货”）、广州证券创新投资管理有限公司（以下简称“广证创投”）等业务平台。其中，广州期货于 2017 年 1 月成功挂牌新三板，成为广东辖区首个挂牌新三板的期货公司；广州资产是广东省第二家地方资产管理公司，2017 年 7 月，广州资产被纳入中国银行业监督管理委员会公布的广东省、深圳市地方资产管理公司名单，具有广东省不良资产处置业务资质。

公司证券业务主要运营主体为广州证券。业务构成包括证券经纪业务、期货经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务和信用类业务（主要包括融资融券业务和股票质押业务）等。截至 2019 年 3 月末，广州证券注册资本 53.60 亿元，公司持有广州证券 100% 股权。2018 年及 2019 年 1~3 月，广州证券分别实现营业收入 25.80 亿元和 8.70 亿元，分别实现净利润-3.23 亿元和 0.88 亿元，2019 年以来扭亏为盈。2018 年，受多种宏观因素叠加及监管趋紧等影响，证券市场整体表现一般，在 2018 年度证券公司的业绩排名中，广州证券总资产、净资产和净资本排名分别第 36 位、第 43 位和第 37 位，营业收入和净利润排名分别为第 51 位和第 123 位。2018 年末，广州证券共设立 135 家证券营业部和 19 家期货营业部（其中期货营业部为其子公司广州期货的下设分支机构），35 家分公司，激烈的行业竞争和较高的运营成本给公司证券相关业务带来较大压力。在此背景下，越秀金控于 2018 年 12 月正式启动出售广州证券 100% 股权的重大资产重组事项。

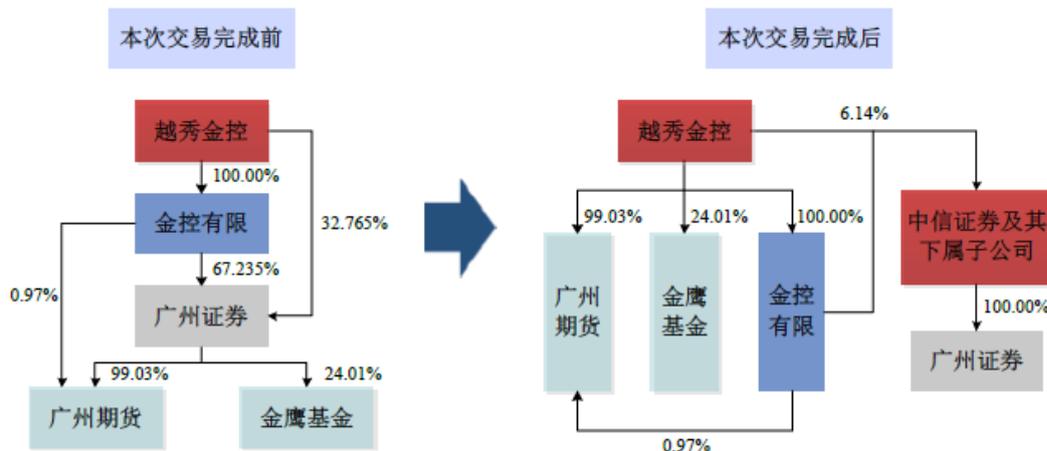
2018 年 12 月 24 日，越秀金控与中信证券签

<sup>2</sup> 根据创兴银行公开披露数据：贷款与存款比例=（客户存款-贸易票据）/（客户存款+存款证）。

署了《意向性合作协议》，中信证券拟通过发行股份购买资产的方式合并重组越秀金控全资子公司广州证券 100% 股权。2019 年 3 月 5 日，越秀金控披露《广州越秀金融控股集团股份有限公司重大资产出售报告书（草案）摘要》，称越秀金控及其全资子公司金控有限拟向中信证券出售已处置广州期货 99.03% 股份和金鹰基金 24.01% 股权的广州证券 100% 股份，其中，越秀金控出售持有的广州证券 32.765% 股份，金控有限出售其持有的广州证券 67.235% 股份。中信证券以发行股份购买资产的方式支付前述交易对价，前述广州证券处置广州期货、金鹰基金股权的方式为越秀金控向广州证券回购广州期货 99.03% 股权、金鹰基金 24.01% 股权。以 2018 年 11 月 30 日为评估基准日，

广州证券（不包括广州期货 99.03% 股权以及金鹰基金 24.01% 股权）100% 股权评估值为 121.96 亿元，广州期货 99.03% 股权评估值为 10.16 亿元、金鹰基金 24.01% 股权评估价值为 2.48 亿元，剥离资产评估值合计为 12.64 亿元。标的资产评估值及剥离资产评估值合计为 134.60 亿元，经各方协商一致，本次交易的交易对价确定为 134.60 亿元。本次重大资产出售完成后，越秀金控直接、间接合计持有中信证券 6.14% 的股份，并成为其第二大股东。截至本报告出具日，中信证券股东大会已审议通过本次交易，中诚信国际将持续关注上述事项的后续进展并及时评估其对公司未来生产经营和整体信用状况的影响。

图 4：广州证券 100% 股权出售交易完成前后越秀金控情况对比



资料来源：《广州越秀金融控股集团股份有限公司重大资产出售报告书（草案）（修订稿）》

资产管理业务方面，2016 年公司获准牵头设立广东省第二家地方资产管理公司—广州资产，初始注册资本为 30 亿元。广州资产系越秀金控与广东民营投资股份有限公司（以下简称“粤民投”）、广东恒健投资控股有限公司、广东省粤科金融集团有限公司（以下简称“粤科集团”）共同发起设立，发起人持股比例分别为 38%、22%、20% 和 20%。2019 年 1 月 10 日，越秀金控董事会审议通过了《关于与粤科集团签署一致行动协议暨将广州资产纳入合并报表范围的议案》，越秀金控与广州资产股东粤科集团签署了《关于广州资产管理有限公司的

一致行动的协议书》，越秀金控与粤科集团将在广州资产股东会、董事会审议相关重大事项时保持一致行动，如无法达成一致，则以越秀金控意见为准。签署一致行动协议后，越秀金控将广州资产纳入合并报表范围。2019 年 6 月 27 日，越秀金控发布公告，称其与粤民投签署了《股权转让协议》，越秀金控将以自有资金收购粤民投所持广州资产 20% 股权，本次交易完成后，越秀金控持有广州资产股权比例将从 38% 提升至 58%，标的资产作价人民币 8.76 亿元。2019 年 7 月 9 日，越秀金控发布公告，称广州资产已完成上述收购事宜相关工商变更登

记手续，越秀金控持有广州资产股权比例从 38% 提升至 58%，越秀金控与粤科集团签署的一致行动协议自 2019 年 7 月 5 日起自动终止。

截至 2019 年 3 月末，广州资产总资产为 221.64 亿元，净资产 35.39 亿元。广州资产业务主要包括不良资产收购、处置和经营业务及投资业务。作为地方金融资产管理公司，不良资产收购是广州资产核心业务，主要包括收购出让方的不良资产，并通过管理、经营和处置等方式回收现金、沉淀资产，或通过债务重组、资产整合等手段提升资产价值。2018 年，广州资产收购 61 项金融类不良债权，原账面价值本息合计 524.22 亿元，收购成本合计 141.38 亿元，主要来源于广东省内银行业金融机构。2018 年，广州资产通过公开转让方式处置不良债权本息合计 116.22 亿元。此外，还储备了超过 365.00 亿元的优质债权收购项目。从存量不良资产行业分布来看，主要系制造业、批发和零售业、租赁和商务服务业和房地产等行业。广州资产投资业务包括重组性质的委托贷款，不良债权收购的优先级份额及不良资产支持证券次级档份额，以及为部分合作企业提供债务增信服务等，风险缓释措施包括抵质押、股东回购承诺和保证金等。截至 2018 年末，公司投资业务规模余额为 29.40 亿元，投放资金余额为 14.10 亿元，平均年化收益率为 12.78%，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，同时也依托于越秀集团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。总体看来，广州资产作为广东省第二家地方资产管理公司，2018 年以来发展迅速，未来具有较大的业务潜力。

公司融资租赁业务运营主体为越秀租赁，主要开展直接融资租赁、售后回租等融资租赁业务。2018 年，股东对越秀租赁增资 37.26 亿港元，截至 2019 年 3 月末，越秀租赁注册资本为 81.44 亿港元，越秀金控对越秀租赁持股比例为 70.06%。截至 2019 年 3 月末，越秀租赁总资产 379.83 亿元，所有者权益合计 84.22 亿元，资产负债率 77.83%。同期末，应收融资租赁款净值 347.50 亿元，占总资产的比重

为 91.49%，其中，正常类应收融资租赁款净值占比为 99.52%，应收融资租赁款质量相对较高。2018 年，越秀租赁实现营业总收入 20.00 亿元（按照手续费及利息净收入计算的营业收入为 9.66 亿元）和净利润 6.22 亿元，同比分别增长 43.63% 和 71.92%。2018 年，越秀租赁加大直融突破力度，积极推动业务转型，全年实现投放 198.30 亿元，同比增长 17.90%。

公司产业基金业务运营主体为越秀产业基金。截至 2019 年 3 月末，越秀产业基金注册资本为 1.00 亿元，总资产 5.46 亿元，净资产 3.47 亿元，越秀金控对其持股比例为 90.00%。越秀产业基金收入主要来源于在管基金的管理费收入、业绩提成以及自有资金投资获取的投资收益等。2018 年及 2019 年 1~3 月，越秀产业基金分别实现营业收入 2.39 亿元和 0.38 亿元，其中，管理费收入分别为 1.19 亿元和 0.34 亿元，投资收益分别为 1.00 亿元和 0.04 亿元。越秀产业基金收入主要来源于在管基金的管理费收入、业绩提成以及自有资金投资的投资收益，总体收入规模不大，目前已形成以私募股权投资、夹层投资、并购投资和母基金投资等形式为主，以量化投资为辅的业务布局。股权投资方面，围绕新医药、新文娱、新消费、新制造四大行业，累计投资近百个优质股权项目和 14 个独角兽项目，2018 年实现股权投资 13.76 亿元。夹层投资方面，越秀产业基金联手广州地铁、珠江实业等市属国企成功发起设立广州国资开发联盟和广州城市更新基金，2018 年落地项目合计 40.38 亿元，打造“基金+土地+运营”城市更新模式。母基金投资方面，越秀产业基金受托管理总规模超过 50 亿的广州国资产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）母基金和广州国资国企创新投资基金合伙企业（有限合伙）母基金。

此外，越秀金控于 2019 年 2 月完成了广州越秀金控资本管理有限公司（以下简称“越秀金控资本”）设立工作，与现有的越秀产业基金共同构成越秀金控的资本运营平台，进行直接股权投资和产业基金等业务的运营。截至 2019 年 3 月末，越秀金控资本的注册资本为 50.00 亿元，实收资本、总

资产和净资产均为 20.00 亿元，越秀金控持有其 60.00% 股权，广州越企持有其 40.00% 股权。越秀金控资本主要业务范围包括企业自有资金投资、项目投资、投资咨询服务、创业投资和风险投资等。由于处于设立初期，越秀金控资本尚未正式实现项目投资或盈利。

总体来看，2018 年创兴银行引入战略投资者，资本实力进一步提升；越秀金控出售全资子公司广州证券 100% 股权事项尚在进展中，未来或将成为中信证券第二大股东；此外，越秀金控旗下不良资产管理和融资租赁业务快速发展，中诚信国际将对上述业务的运营情况、出售广州证券事宜的进展和出售相关事宜完成后越秀金控对中信证券的投资收益等情况保持关注。

## 交通基建业务

越秀交通是公司交通基建板块业务的运营主

表 9：截至 2018 年末公司投资经营的公路和桥梁情况

	道路/桥梁名称	收费里程(公里)	车道数量(个)	收费站数量(个)	公路类别	权益比例(%)	经营起始年限
下属公司	广州北二环高速	42.5	6	5	高速公路	60.00	2002~2032 年
	广西苍郁高速	23.3	4	1	高速公路	100.00	2005~2030 年
	天津津保高速	23.9	4	3	高速公路	60.00	2000~2030 年
	湖北汉孝高速	38.5	4	2	高速公路	100.00	2006~2036 年
	湖南长株高速	46.5	4	5	高速公路	100.00	2010~2040 年
	河南尉许高速	64.3	6	2	高速公路	100.00	2005~2035 年
	湖北随岳南高速	98.1	4	4	高速公路	70.00	2010~2040 年
联营公司	广州西二环高速	42.1	6	4	高速公路	35.00	2006~2030 年
	虎门大桥	15.8	6	4	悬索桥梁	27.78	1997~2029 年
	广州北环高速	22.0	6	8	高速公路	24.30	1994~2023 年
	汕头海湾大桥	6.5	6	3	悬索桥梁	30.00	1996~2028 年
	清连高速	215.2	4	16	高速公路	23.63	2009~2034 年
<b>合计</b>	<b>638.7</b>	<b>60</b>	<b>57</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	

注：越秀交通对虎门大桥的利润分配比例自 2010 年起调整为 18.446%。  
资料来源：公司提供

具体来看，目前公司参股的虎门大桥、广州北环高速以及广州西二环高速系较为成熟路桥，经营状况较好，同时，公司控股的河南尉许高速以及湖北随岳南高速通行费收入增长较快，均实现双位数增长。国家关于促进中部地区崛起“十三五”规划的实施以及中部地区项目的逐步成熟，越秀交通控股的中部地区高速公路是公司新的利润增长点。于

体，主要从事高速公路和桥梁的投资、经营和管理。公司早年路桥项目主要位于广东省内，2009 年起公司交通基建业务板块逐步扩张至广东省以外区域，先后收购天津、广西、湖北、湖南和河南等地高速公路权益，业务区域分布较广，未来新增收购项目将主要集中于中部和粤港澳大湾区等范围。截至 2018 年末，公司实现经营的高速公路和桥梁项目共 12 个，其中 2 个项目系悬索桥梁，其余均为高速公路，收费里程达 638.7 公里，所拥有的权益公里里程总计 358.38 公里，除广州北环高速剩余经营期限为 5 年，其余剩余经营年限均在 10 年以上，未来一定时期内收入较有保障。

2016~2018 年，公司交通基建板块分别实现营业收入 25.42 亿元、27.32 亿元和 28.77 亿元，收入规模稳步提升。

2019 年建成通车的虎门二桥会对公司参股的虎门大桥产生一定的分流影响，但对虎门大桥收入的影响整体控制在 25% 以内。虎门大桥、随岳南高速、尉许高速以及广州北二环高速是交通基建板块稳定利润的主要来源，2018 年该四个项目日均路费收入分别为 458.31 万元、182.80 万元、117.09 万元和 317.97 万元；此外，湖北随岳南高速、广州西二环

高速和河南尉许高速等日均收费收入增长较快，分别同比增长 16.50%、23.10% 和 30.20%。

近年来，受国内货车增速放缓、小型乘用车保有量不断增长的影响，公司收费路段车流结构变化较大，费率较低的小型车辆占比显著提高；同时，由于限行政策、交通管制和周边路段分流等因素影

响，从每辆加权平均路费收入来看，部分收费项目出现不同程度的下降，其中，湖北汉孝高速 2018 年每辆加权平均路费收入同比下降 14.20%，降幅较大。整体来看，由于大部分项目日均收费车流量均有不同程度的增长，公司交通基建板块的收入规模仍维持增长趋势。

表 10：2018 年公司投资经营的公路和桥梁情况

投资分类	2018 年日均收费车流量(万辆/天)	同比变动 (%)	2018 年日均路费收入 (千元/天)	同比变动 (%)	2018 年每辆加权平均路费收入 (元)	同比变动 (%)
广州北二环高速	23.32	1.40	3,179.67	-1.90	13.60	-3.21
广西苍郁高速	1.09	-11.20	214.06	-8.80	19.70	2.80
天津津保高速	3.73	7.90	261.96	6.40	7.00	-1.40
湖北汉孝高速	2.67	--	465.83	-14.20	17.40	-14.20
湖南长株高速	5.93	-2.00	679.84	1.40	11.50	3.40
河南尉许高速	3.20	36.00	1,170.87	30.20	36.70	-4.30
湖北随岳南高速	2.29	14.80	1,827.97	16.50	79.80	1.40
广州西二环高速	7.32	2.90	1,653.17	23.10	22.60	19.60
虎门大桥	12.17	2.80	4,583.07	3.70	37.60	0.90
广州北环高速	34.84	3.90	2,109.43	-0.60	6.10	-4.30
汕头海湾大桥	2.62	-0.80	582.67	-12.40	22.30	-11.80
清连高速	4.35	5.60	2,084.10	3.40	47.90	-2.10

资料来源：公司提供

公路养护方面，公司实行公开招标方式从符合资质要求的供应商中选择养护施工单位，双方按照合同约定进行，规模较小的工程项目一般采用工程完工后支付大部分工程款，质保期后结算质保金的方式结算；规模较大的工程项目一般根据工程进度分批支付工程款，质保期后结算质保金的方式结算。2016~2018 年，日常保养支出分别为 3,619.53 万元、3,869.20 万元和 4,233.70 万元，支出较为稳定；同期，专项养护费用分别为 7,468.17 万元、5,819.90 万元和 3,443.50 万元。

根据公司于 2018 年 12 月 28 日与广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“广晟公司”）签署的《股权转让协议》，公司收购广晟公司持有或有权转让的：（1）湖北省广晟高速公路集团有限公司 100% 的股权；（2）通过全资子公司广东省广晟建设投资集团有限公司持有的汉蔡高速 38.5% 的股权；（3）广东金晟丰股权投资基金管理合伙企业（有限公司）持有并授权广晟公司转让的武汉安帝科技产业发展有限公司及安帝公司 99.9% 的股权及上述附随于股权的包括但不限于特许经营权在内的权益（统称“标的股权”）。本次协议转让的广晟高速

资产包作价约 150 亿元人民币，控股里程约 200 公里。2019 年 3 月 19 日，公司与广晟公司正式完成湖北汉蔡、汉鄂、大广南高速公路项目交接仪式。此外，公司计划扩建广州北二环高速，截至 2018 年末，广州北二环高速扩建项目处于审批准备阶段。

总体而言，公司交通基建业务区域分布较广，收入规模呈稳步增长趋势，并促进了公司业务多元化发展。中诚信国际将关注公司与广晟公司达成的收购以及对广州北二环高速扩建计划等未来对公司交通基建业务运营产生的影响。

## 其他业务

除三大核心业务之外，公司的营业收入中还包包括造纸、百货及其他业务，其中，其他业务系自身较为零散的业务，收入来源包括少量大厦物业收入、香港隧道经营权收入和外贸业务等。

公司的造纸业务主要由子公司造纸集团运作，造纸集团主要从事新闻纸和其他新产品纸的产销业务，并分别拥有 60 万吨和 15 万吨的产能。为适应市场需求，并提升竞争实力，2014 年公司投产

25 万吨环保书写纸项目。2015 年公司停止对涂布纸的生产，仅生产新闻纸和环保书写纸。近年来，受国家环保政策影响，境外原材料价格下降，同时境内部分小型纸厂因环保问题相继倒闭，推动了纸产品价格上涨；同时，公司积极推进新产品纸的产销业务，使得公司造纸板块整体业务收入呈上升趋势，2016~2018 年分别实现营业收入 19.73 亿元、21.97 亿元和 27.49 亿元，逐年增长，其中，2018 年大幅增长主要系造纸集团拓展进口纸产品销售和房屋租赁等业务所致。

公司百货业务主要通过越秀金控子公司广州友谊集团有限公司（以下简称“广州友谊”）开展，2018 年及 2019 年 1~3 月，广州友谊分别实现百货业务收入 26.78 亿元和 7.22 亿元，净利润分别为 2.45 亿元和 0.63 亿元。百货业务作为传统业务板块具有一定的竞争力，但近年来商场同质化竞争和电商冲击对该板块整体运营带来一定压力。为了响应广州市国企改革聚焦主业等政策，越秀金控做出转让广州友谊 100% 股权的战略决策。2019 年 3 月 28 日，广州市市场监督管理局发出《准予变更登记（备案）通知书》，决定准予广州友谊的股东由越秀金控变更为广州市广商资本管理有限公司（以下简称“广商资本”）。目前，越秀金控持有广州友谊 100% 股权已过户到广商资本名下，自此，公司将不再产生百货收入。根据广东联信资产评估土地房地产估价有限公司于 2019 年 2 月出具的《广州越秀金融控股集团股份有限公司拟向广州百货企业集团有限公司（或其设立/控制的其他合法主体）出售广州友谊集团有限公司 100% 股权事宜所涉及广州友谊集团有限公司股东全部权益价值资产评估报告》，以 2018 年 11 月 30 日作为评估基准日，广州友谊的净资产账面价值为 23.72 亿元，股东全部权益价值为 38.32 亿元，评估增值 14.60 亿元，增值率为 61.52%。越秀金控出售广州友谊交易共计回笼现金 38.32 亿元，截至 2019 年 3 月末已收到现金 19.00 亿元<sup>3</sup>。

根据穗国资 [2018]139 号文件和穗国资 [2018]37 号文件，广州市国资委分别将其持有的百越信 100% 国有股权和风行集团 100% 国有股权无偿

划拨至公司，公司其他业务板块进一步多元化。2018 年 12 月 27 日，风行集团出资人由广州市国有资产管理局变更为公司。截至 2019 年 3 月末，风行集团注册资本为 34,758 万元，公司持有其 100% 股权。截至 2018 年末，风行集团总资产 29.32 亿元，总负债 12.89 亿元，所有者权益合计 16.43 亿元，资产负债率为 43.96%，2018 年实现营业总收入 20.65 亿元，净利润 1.10 亿元，经营活动净现金流 0.13 亿元。风行集团旗下拥有广州风行乳业股份有限公司、广州风行生态牧场有限公司、广州市牛奶公司和广州风行商贸有限公司等 22 家下属企业，业务范围涉及牛奶销售、商贸经营、成品油销售、房产转让和租赁等。

2018 年 12 月 27 日，百越信出资人由广州百货企业集团有限公司变更为公司。百越信成立于 2018 年 12 月 14 日，截至 2019 年 3 月末，其注册资本、总资产和净资产均为 19.00 亿元，公司持有其 100% 股权。百越信经营范围主要包括贸易咨询服务、投资咨询服务、物业管理、房地产开发经营和商品零售贸易等。

总体看来，公司已形成以金融、房地产和交通基建为核心的多元化经营模式，在公司着力发展三大核心业务的战略主导下，造纸等其他业务对公司收入规模及利润形成有益补充，风行集团的并表使得公司业务进一步多元化，但随着广州友谊的出表，公司不再产生百货收入。

## 管 理

### 产权结构

截至 2019 年 3 月末，广州市国资委持有公司 99% 股权，广州国资发展控股有限公司持有公司 1% 股权，广州市国资委为公司控股股东，广州市人民政府为公司实际控制人。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 112.69 亿元，纳入公司合并报表范围内的一级子公司为越秀企业（集团）有限公司、广州越企、越秀金控、广州市佰城投资发展有限公司（以下简称“佰城投资”）、风行集团和百越信。其中，越秀企业（集团）有限公司注册地在香港，为公司的境外子公司。

<sup>3</sup> 截至 2019 年 3 月末暂未确认投资收益，相关回笼资金计入预收款项科目。截至本评级报告出具日，回款已经全部。

## 法人治理结构

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

## 管理水平

管理制度建设方面，公司根据《公司法》等法律法规的相关要求，结合其业务经营情况，建立了较为完善的内部控制及管理制度。

风险管理方面，公司秉承全员参与风险管理的理念，搭建了较完整的风控体系。在风险管理层级上，公司设立了“公司本部、业务板块、专业子公司”三大管理层级，其中，公司本部负责对公司的整体经营风险进行全面把控，各业务板块根据所处板块的特点制定相应的风险管理措施，专业子公司负责细分业务的风险管理和控制。同时，公司根据宏观政策和市场环境的变化，定期对风控制度进行修订调整，目前公司每两年修订一次内部管理制度。

财务管理方面，公司实行本部和各业务板块经营主体分权管理的方式，具体而言，公司本部负责制定年度的发展规划、相应的资金计划，以及对应的考核标准，各业务板块经营主体在各自的职权范围内，具有一定的自主权。

总体而言，公司建立了较完善的风险管理制度和较健全的财务管理制度，其法人治理结构较完善，各项制度实施情况较好，公司管理效率高。

## 战略规划

公司未来发展主线为“夯基础、提质量、促发展”，核心产业要踏实完成“资源获取型”向“产业经营型”的转变，树立以客户为中心的经营理念，

构建可持续、差异化的商业模式，着力打造产品与服务竞争力，通过体制机制创新与管理优化升级完成向现代卓越企业的嬗变。倚重内生增长，把握外延扩张机会，通过有效的资源整合与资本运作，积极寻求跨越式发展。产业架构方面，确立以金融、房地产、交通基建等三大现代服务业为核心产业的“3+X”产业体，做稳做强做大金融、做强做优地产、稳定发展交通，将集团打造为产融结合、创新驱动、具有强大投融资能力和核心竞争力的国际化企业集团。

产业发展战略方面，支持集团产业结构升级转型，继续加强对金融板块的投资力度，对于交通、地产、房托板块的投资根据战略与融资铺排情况有序进行；在产业结构上，更加聚焦主业：将金融板块作为集团资产规模及利润贡献的主体；地产板块发展模式由规模扩张转向效益挖潜；交通板块平衡投资与效益，确保稳定发展；其他板块资产经营质量优化提升；在产业布局上，聚焦大城市群，以珠三角为立足点，同时拓展长三角、环渤海和中部重点城市区域。具体布局来看：（1）金融板块：聚焦大湾区，完善金融产业布局；（2）地产板块：聚焦核心区域，推进商业模式优化和新业务模式的开展；（3）交通板块：继续投资高速公路主业，推进相关多元化投资；（4）造纸板块：深耕造纸主业，推动向服务业和战略新兴行业转型；（5）发展板块：致力于打造以物业经营为基础的专业化资产经营平台。运营发展战略方面，公司将整合客户资源，完善相关机制，建立多项产融结合契合点；打造全国性品牌，实现“品牌引领，价值创新”；提升品牌协同效应，构建强势品牌组合；纵深推动穗港互动，进一步提升海外融资能力，关注国际投资机会，打造国际化人才队伍。

整体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

以下财务分析主要基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年财务报告以及公司提供

的未经审计的 2019 年一季度财务报表。各期财务报表均采用新会计准则编制。

## 资本结构

随着公司各板块业务的稳步发展，公司资产规模不断增大，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司总资产分别为 3,739.50 亿元、4,295.64 亿元、5,181.10 亿元和 5,567.98 亿元。从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产规模相当，截至 2019 年 3 月末，占总资产的比重分别为 53.69% 和 46.31%。

流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 1,882.58 亿元、2,195.34 亿元、2,673.41 亿元和 2,989.47 亿元，主要由货币资金、存货、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产等科目构成。2019 年 3 月末，公司货币资金为 783.36 亿元，主要为银行存款，其中，受限货币资金余额为 21.44 亿元，主要系公积金和保证金等。存货方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司存货分别为 723.56 亿元、728.49 亿元、1,030.20 亿元和 1,088.88 亿元，主要为公司房地产开发项目成本投入，随着地产项目持续投入而呈增长趋势。同期末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 38.93 亿元、84.98 亿元、109.14 亿元和 0.36 亿元，2018 年末主要由持有的证券类资产（债务投资工具）和基金投资等构成，2019 年一季度受新金融工具准则影响，该科目不再适用，故 2019 年 3 月末该科目余额大幅下降至 0.36 亿元，但同期末新科目交易性金融资产余额为 385.45 亿元，规模较大，主要系新增合并广州资产等因素所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他应收款分别为 81.42 亿元、287.98 亿元、304.96 亿元和 388.04 亿元，近年来，关联方往来款和预付投资款的增加使得公司其他应收款快速上升，其中，2017 年末大幅上升主要系当期对广州地铁 65 亿元的预付投资款、对广晟公司 30 亿元的预付投资款以及与地产板块关联方的经营往来款增长所致。截至 2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动资产为 85.08 亿元，主要为一年内到

期的长期应收租赁款，较 2018 年末减少 30.15 亿元，主要系当期融资租赁投放金额减少和存量项目到期所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 93.08 亿元、117.31 亿元、116.40 亿元和 116.36 亿元，主要由融出资金、证券及其衍生品交易保证金客户借款、存放于银行的储备金和购买的银行理财产品等构成。此外，公司近年来预付款项波动较大，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 55.39 亿元、95.52 亿元、52.19 亿元和 23.77 亿元，主要为越秀地产预付的土地出让金和项目款，期限主要集中在一年以内。

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 1,856.92 亿元、2,100.30 亿元、2,507.69 亿元和 2,578.51 亿元。公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、可供出售金融资产、其他债权投资、长期股权投资、投资性房地产、长期应收款和无形资产等构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司发放贷款及垫款分别为 634.16 亿元、713.73 亿元、877.44 亿元和 911.87 亿元，主要涉及企业的贷款、贴现等业务，包括房地产业、金融保险业等。近年来，子公司创兴银行业务规模的不断扩大使得公司发放贷款及垫款金额持续上升。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 360.85 亿元、434.60 亿元、212.21 亿元和 23.39 亿元，主要系购买的债券、权益工具以及集合资产管理计划等，2017 年，子公司创兴银行购买债券产品的增加使得当期末可供出售金融资产增幅较大；2018 年以来，受新金融工具准则调整影响，可供出售金融资产科目变动较大，2019 年 3 月末大幅下降主要系调至交易性金融资产科目所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 152.68 亿元、180.00 亿元、183.98 亿元和 176.80 亿元，主要系对越秀房地产投资信托基金、广州中耀实业投资有限公司及广州宏胜房地产开发有限公司等企业的投资。同期末，公司投资性房地产分别为 161.62 亿元、157.56 亿元、146.69 亿元和 146.40 亿元，主要系公司持有的物业资产，该科目的变动主要系自用房地产或存货转入以及公允价值变动等所致。2016~2018 年末及 2019

年3月末,公司长期应收款余额分别为167.03亿元、256.59亿元、320.05亿元和318.85亿元,主要系长期应收融资租赁款项,随着越秀租赁对主业发展的积极推动,公司长期租赁资产规模持续快速扩大,此外,越秀地产与合作方往来款增加也致使公司2018年末长期应收款增长。2016~2018年末及2019年3月末,公司无形资产分别为201.82亿元、196.57亿元、193.56亿元和330.82亿元,主要系公路经营权、土地使用权和商标权等,其中,2019年3月末较2018年末大幅增长主要系收购广晟公司持有的高速公路资产包所致。受新金融工具准则调整影响,公司2018年新增其他债权投资科目,2018年末及2019年3月末分别为409.00亿元和449.67亿元。

负债方面,2016~2018年末及2019年3月末,公司总负债分别为3,074.01亿元、3,636.94亿元、4,334.15亿元和4,692.01亿元。从负债结构来看,公司负债以流动负债为主,同期末流动负债分别为1,962.72亿元、2,458.35亿元、2,895.21亿元和2,964.66亿元,占总负债的比重分别为63.85%、67.59%、66.80%和63.19%。公司流动负债主要以子公司创兴银行的吸收存款及同业存放等为主,2016~2018年末及2019年3月末,吸收存款及同业存放余额分别为913.80亿元、1,026.51亿元、1,293.21亿元和1,288.82亿元。此外,公司流动负债中短期借款、合同负债、卖出回购金融资产款、预收款项、一年内到期的非流动负债、其他应付款和其他流动负债等占比较大。2016~2018年末及2019年3月末,公司短期借款分别为144.81亿元、164.71亿元、177.03亿元和246.32亿元,截至2018年末,信用借款、保证借款和质押借款所占比重分别为75.57%、19.01%和8.41%,2019年3月末较2018年末大幅增长主要系越秀金控合并广州资产所致。2016~2018年末及2019年3月末,公司预收款项分别为178.96亿元、223.06亿元、15.83亿元和37.23亿元,主要系公司房地产业务的预收款项,2017年末同比增加44.10亿元主要系房地产业务发展所致;2018年会计准则调整,房地产业务预收房款调整计入合同负债,故预收款项大幅下降。截至

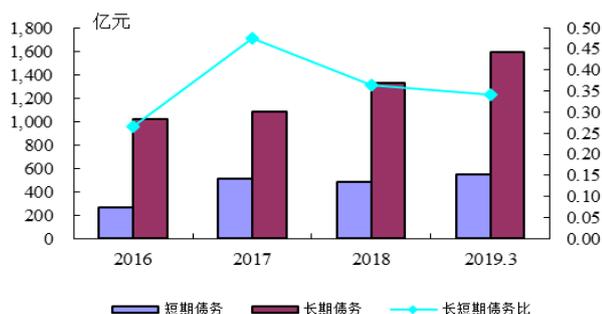
2019年3月末,公司合同负债为324.51亿元,主要由房地产预收款项构成。2016~2018年末及2019年3月末,公司卖出回购金融资产款分别为163.22亿元、182.38亿元、149.79亿元和89.18亿元,主要为广州证券通过债券回购交易的方式融入的短期资金以及创兴银行的债务证券构成,随相关业务开展而波动,2019年3月末较2018年末减少60.60亿元,主要系创兴银行和广州证券卖出回购金融资产款减少所致。2016~2018年末及2019年3月末,公司其他应付款分别为164.67亿元、219.58亿元、301.84亿元和345.47亿元,主要为往来款,2018年末同比大幅增长主要系新增合并地产项目公司所致。截至2019年3月末,公司一年内到期的非流动负债为153.79亿元,主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。2016~2018年末及2019年3月末,公司其他流动负债分别为9.84亿元、70.23亿元、103.79亿元和154.32亿元,主要由短期应付债券、第三方在结构化主体中享有的权益和往来款等构成,其中2019年3月末增长主要系公司发行超短期融资券所致。

非流动负债方面,2016~2018年末及2019年3月末,公司非流动负债分别为1,111.29亿元、1,178.59亿元、1,438.94亿元和1,727.35亿元,以长期借款和应付债券为主。同期末,公司长期借款分别为461.33亿元、597.19亿元、636.27亿元和853.98亿元,截至2018年末,信用借款、抵押借款和质押借款占长期借款的比重分别为50.56%、29.24%和13.32%;2019年3月末公司长期借款较上年末增加217.71亿元,主要系新增合并广晟公司高速资产包和广州资产增加相应负债,以及地产板块子公司新增借款规模较大等所致。2016~2018年末及2019年3月末,公司应付债券分别为486.98亿元、422.67亿元、672.29亿元和715.51亿元,随着债券发行量的增加而呈增长趋势。

债务情况来看,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,公司债务融资规模逐年扩张。公司主要通过银行借款和发行债券进行融资。2016~2018年末及2019年3月末,公司总债务分别为1,292.98亿元、1,592.06

亿元、1,808.50 亿元和 2,137.13 亿元。债务结构来看，公司债务结构以长期债务为主，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.27 倍、0.47 倍、0.37 倍和 0.34 倍。

图 5：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务结构分析



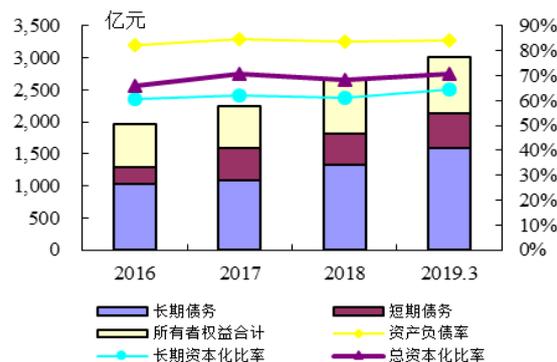
资料来源：公司财务报告

所有者权益方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 665.48 亿元、658.70 亿元、846.95 亿元和 875.97 亿元。同期末，公司实收资本均为 112.69 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资本公积分别为 93.25 亿元、107.45 亿元、162.03 亿元和 159.31 亿元，2016 年 6 月及 2017 年 8 月，广州市国资委分别将持有的越秀金控 12.56% 和 41.69% 股权划转至公司，此外，2017 年公司将全资子公司广州君秀有限公司 100% 无偿划转给广州市国资委，综上，2017 年末资本公积同比有所增长；2018 年末资本公积同比增加 54.58 亿元，主要系当期无偿划入百越信、风行集团及越秀金控的资产重组事项影响所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司未分配利润分别为 4.35 亿元、10.25 亿元、32.11 亿元和 29.87 亿元，2015 年公司分配现金股利后未分配利润处于较低水平，但生产经营的积累使得 2017 年以来未分配利润快速上升。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司少数股东权益分别为 455.81 亿元、424.65 亿元、489.22 亿元和 520.81 亿元，2017 年末下降主要系公司持有越秀金控股权上升所致，2018 年末同比增长主要系地产合作项目产生少数股东权益增加等所致；2019 年 3 月末较 2018 年末增长主要

系新增对广州资产的持股比例及广晟高速资产包等所致。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他权益工具分别为 49.94 亿元和 49.91 亿元，主要系公司发行永续债券所致。

财务杠杆方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 82.20%、84.67%、83.65% 和 84.27%；同期末，总资本化比率分别为 66.02%、70.73%、68.11% 和 70.93%，呈小幅波动状态。

图 6：2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司总资产分别为 365.74 亿元、577.77 亿元、714.29 亿元和 796.63 亿元。母公司资产主要由长期股权投资、其他应收款和货币资金等构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司长期股权投资分别为 238.16 亿元、290.17 亿元、323.76 亿元和 323.76 亿元，2017 年末同比增加主要系越秀金控 41.69% 股权划入所致；2018 年末同比增长主要系风行集团并表所致。同期末，母公司其他应收款分别为 102.19 亿元、248.77 亿元、331.44 亿元和 404.41 亿元，呈增长趋势，其中，2017 年末增长主要来源于对广州地铁和广晟公司的投资款，2018 年末同比增长主要系集团内关联方的往来款增长所致；截至 2018 年末，母公司应收关联方款项合计为 251.03 亿元，基本确定能回收的应收款项为 75.54 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司货币资金分别为 15.34 亿元、9.42 亿元、20.93 亿元和 31.76 亿元，逐年增长。此外，母公司长期应收款 2018 年末同比增加 23.12 亿元，主要系新增对子公司越秀企业（集团）有限公司的长期应收款所致。

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司总负债分别为 268.23 亿元、479.72 亿元、544.30 亿元和 629.58 亿元，增长较快，主要由于母公司对外融资力度增强所致。母公司主要通过银行借款以及债券等方式进行融资。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司应付债券余额分别为 177.55 亿元、122.67 亿元、202.25 亿元和 212.26 亿元，呈波动状态。同期末，母公司长期借款分别为 20.00 亿元、15.00 亿元、14.98 亿元和 34.80 亿元，规模整体不大。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司短期借款分别为 59.00 亿元、67.55 亿元、61.66 亿元和 68.35 亿元。此外，母公司其他应付款近年来快速增长，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 7.29 亿元、153.67 亿元、235.08 亿元和 233.78 亿元，其中，2017 年与集团内关联方包括广州越秀信息科技有限公司、广州越秀国际贸易咨询服务公司以及广州越秀创新投资有限公司资金拆借的增加使得其他应付款金额大幅上升；2018 年末同比增长主要系关联方资金调动所致。此外，母公司其他流动负债 2019 年 3 月末较上年末增加 59.98 亿元，主要系发行超短期融资券所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司所有者权益合计分别为 97.51 亿元、98.04 亿元、169.99 亿元和 167.06 亿元。同期末，实收资本均为 112.69 亿元；2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司资本公积分别为 78.90 亿元、91.91 亿元、125.84 亿元和 125.84 亿元，其中，2018 年末同比大幅增加主要系当期无偿划入百越信、风行集团等所致。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司未分配利润分别为 -94.08 亿元、-106.56 亿元、-118.47 亿元和 -121.38 亿元，母公司主要承担管理职能，收入和确认的投资收益较少，同时较大的财务费用支出规模使得母公司未分配利润持续为负。此外，2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司其他权益工具分别为 49.94 亿元和 49.91 亿元，主要系发行永续债券所致。

从债务规模来看，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司总债务分别为 256.55 亿元、320.14 亿元、308.88 亿元和 395.38 亿元，债务规模受应付债券变动等影响较大。债务结构方面，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，长短期债务比分别为 0.30 倍、

1.33 倍、0.42 倍和 0.60 倍，2017 年末，一年内到期的非流动负债规模较大使得长短期债务比快速上升，2018 年末有所下降。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 73.34%、83.03%、76.20%和 79.03%；同期末，总资本化比率分别为 72.46%、76.55%、64.50%和 70.30%，近年来均呈现波动状态，主要受债务规模变化及利润分配导致所有者权益合计变动所致。母公司作为投资控股类企业无实际业务，主要承担管理职能，收入来源较少，同时，较大的融资规模使得利息支出较大且子公司分红较少，母公司资产负债率处于高位。中诚信国际将持续关注母公司债务增长及到期债务偿还安排情况。

总体来看，随着公司业务的快速扩张，资产和负债规模均呈现较快增长，母公司资产负债率较高；此外，母公司收入来源较少、收到的子公司分红较少且承担较高的利息支出，使得母公司口径未分配利润持续为负且负值不断扩大。

## 盈利能力

公司收入来源包括房地产销售收入、交通板块路费收入、金融板块业务收入等，近年来随着各业务板块的发展，公司营业总收入增长较快。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司营业总收入分别为 341.22 亿元、372.68 亿元、448.21 亿元和 108.91 亿元。房地产收入是公司营业总收入最主要的来源，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，房地产收入分别为 226.13 亿元、242.23 亿元、265.30 亿元和 59.85 亿元。同期，公司交通基建收入分别为 25.42 亿元、27.32 亿元、28.77 亿元和 6.93 亿元，呈稳步上升趋势。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司金融业务收入分别为 56.77 亿元、52.06 亿元、72.97 亿元和 23.99 亿元。2017 年，受证券市场行情影响，公司金融业务收入有所下降；2018 年广州证券投资收益及期货仓单收入大幅增长，创兴银行业绩稳步提升，且公司融资租赁和不良资产等业务的快速发展拉动金融板块收入大幅增长。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司造纸收入分别为 19.73 亿元、21.97 亿元、27.49 亿元和 4.69 亿元，其中，2018 年同比大幅增长主要系造纸集团拓展进口纸产品销售和

租赁等业务所致。2016~2018年及2019年1~3月，公司其他收入分别为13.17亿元、29.09亿元、53.67亿元和13.45亿元，其中，百货业务板块于2016年下半年纳入合并报表，计入其他收入，故2017年其他业务收入大幅增长；2018年，越秀金控期货仓单业务收入大幅增长致使其他收入规模快速上升。

表 11：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和毛利率情况（亿元，%）

项目名称	2016		2017		2018		2019.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
金融收入	56.77	99.41	52.06	97.24	72.97	83.20	23.99	79.81
房地产收入	226.13	22.23	242.23	28.22	265.30	32.87	59.85	30.80
交通基建收入	25.42	68.50	27.32	71.59	28.77	72.74	6.93	72.51
造纸收入	19.73	9.72	21.97	14.21	27.49	23.06	4.69	24.04
其他收入	13.17	31.92	29.09	27.05	53.67	29.49	13.45	25.49
<b>合计/综合</b>	<b>341.22</b>	<b>38.17</b>	<b>372.68</b>	<b>40.13</b>	<b>448.21</b>	<b>42.62</b>	<b>108.91</b>	<b>43.30</b>

注：各项业务加总数与合计数存在差异主要系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，随着业务的发展，公司期间费用规模呈现不断扩大趋势。2016~2018年及2019年1~3月，公司期间费用分别为80.15亿元、97.61亿元、114.83亿元和27.95亿元。公司期间费用主要以管理费用和财务费用为主，随着公司各项业务的发展及在管子公司的数量增加，公司管理费用呈现上升趋势，2016~2018年分别46.58亿元、49.35亿元和53.94亿元；而债务规模保持较高水平致使公司财务费用持续上升，2016~2018年，公司财务费用分别为23.56亿元、36.61亿元和46.85亿元，其中，2017年汇兑净损失较多一定程度导致当期财务费用大幅增长；2018年债务规模以及融资成本上升使得财务费用快速上升。2016~2018年及2019年1~3月，公司三费收入占比分别为23.49%、26.19%、25.62%和25.66%，处于较高水平，公司三费控制能力尚有提升空间。

表 12：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
销售费用（亿元）	10.01	11.65	14.03	3.06
管理费用（亿元）	46.58	49.35	53.94	12.71
财务费用（亿元）	23.56	36.61	46.85	12.19
三费合计（亿元）	80.15	97.61	114.83	27.95
营业总收入（亿元）	341.22	372.68	448.21	108.91
三费收入占比（%）	23.49	26.19	25.62	25.66

资料来源：公司财务报告

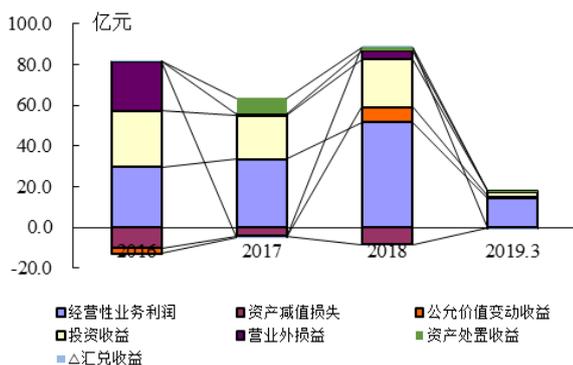
利润总额方面，2016~2018年及2019年1~3月，公司分别实现利润总额68.84亿元、58.45亿元、

营业毛利率方面，公司交通和金融业务板块毛利率较高，而房地产业务毛利率随着每年结转项目的不同呈现一定的年度差异性，受此影响，公司营业毛利率存在一定的波动。2016~2018年及2019年1~3月，公司营业毛利率分别为38.17%、40.13%、42.62%和43.30%，整体处于较高水平。

77.97亿元和17.18亿元，主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2016~2018年及2019年1~3月，公司经营性业务利润分别为29.72亿元、33.35亿元、51.54亿元和14.17亿元，呈稳步增长趋势。同期，公司投资收益分别为27.43亿元、21.40亿元、23.34亿元和2.25亿元，2016年，公司投资收益规模较大主要系出售金控有限股权及越秀地产出售项目公司所致；2017年投资收益主要系越秀地产出售项目公司；2018年投资收益主要来源于越秀地产收购的星汇云城（红云）项目及武汉国际金融汇（武汉康景）项目按公允价值重新计量产生的利得增加以及参股企业投资收益。2016~2018年及2019年1~3月，公司营业外损益分别为24.50亿元、0.92亿元、4.06亿元和0.14亿元，其中，2016年规模较大主要系造纸集团确认拍卖土地收入所致；2018年主要来源于政府补助0.58亿元、中诚广场执行款2.46亿元以及根据协议条款终止出售联营公司之股权的违约金收入0.99亿元。此外，2016年和2017年公司持有的投资性房地产公允价值下降及2016年公司持有的部分金融产品公允价值下降使得2016年和2017年确认的公允价值变动损益均为负值，分别为-2.54亿元和-0.68亿元；2018年，投资性房地产评估升值使得公允价值变动损益大幅上升至7.57亿元。近年来，公司确认的资产减值损失较大，2016~2018年及2019年1~3月分别为

10.28 亿元、4.28 亿元、8.54 亿元和 0.56 亿元，2016 年规模较大，主要系对机器设备和公路经营权等计提损失、商誉减值、坏账损失和无形资产减值损失等所致；2018 年同比大幅增长主要系其他应收款坏账损失及买入返售金融资产减值准备同比增长等所致。

图 7：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

母公司营业收入主要来自于担保费收入及对子公司的资金占用费收入，整体规模较小，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，母公司营业总收入分别为 0.07 亿元、0.28 亿元、0.30 亿元和 0.03 亿元。从母公司利润总额来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，母公司利润总额分别为 -4.81 亿元、-8.38 亿元、-9.29 亿元和 -1.91 亿元。由于母公司融资规模较大带来较高的财务费用，导致母公司经营性业务利润持续呈亏损状态，利润总额亦持续为负。此外，2016 年，母公司处置持有的越秀金控股权确认投资收益金额较大，使得 2016 年投资收益大幅上升，同时，当年营业外损益为 -2.49 亿元，主要系公司按合同规定计提了延期支付广州中璟慧富房地产开发有限公司股权款的违约金；2017 年以来，母公司收入规模较小、确认的投资收益较小同时利息支出较大使得利润总额大幅下降且持续为负值。

总体来看，公司各业务板块持续发展，营业收入逐年上升，且各业务盈利空间较大，公司整体盈利能力极强；但母公司收入规模较小、盈利能力偏弱。

## 现金流

经营活动现金流方面，2016~2018 年及 2019 年

1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 -33.14 亿元、-7.61 亿元、111.33 亿元和 -72.22 亿元，公司房地产业务板块近年来项目持续开发建设，使得公司较多的营运资本沉淀于存货等资产，2017 年公司经营活动现金流缺口大幅缩小，主要系各板块经营规模扩大，加快了营运资金的回收所致；2018 年经营活动净现金流由负转正，主要系房地产预收款和银行业务客户存款和同业存放金额同比大幅增长所致，此外，创兴银行客户存款及同业存放款项净增加规模大幅提升；2019 年 1~3 月经营活动净现金流再次呈现现金净流出状态。从收现比来看，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司收现比分别为 1.38 倍、1.23 倍、1.25 倍和 2.05 倍，主营业务收现能力较强。

投资活动现金流方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司投资活动净现金流分别为 199.35 亿元、-206.40 亿元、-176.45 亿元和 -43.19 亿元，2017 年，对广州地铁和广晟公司等投资的增加以及债券产品投资的增加使得投资活动净现金流缺口较大；越秀金控投资规模扩大等造成 2018 年投资活动持续呈现现金净流出状态；2019 年一季度完成对广晟公司支付致使投资活动呈现现金净流出状态。

筹资活动现金流方面，2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流分别为 -56.58 亿元、174.12 亿元、211.93 亿元和 111.91 亿元。公司筹资活动现金流入主要为各金融机构的借款和发行债券筹集资金，筹资活动现金流出主要为偿还债务。2016 年，公司筹资活动净现金流为负主要系公司本息支出增加以及上缴国资收益所致；2017 年，公司偿还债务金额的下降使得筹资活动现金流入大幅增加；2018 年，越秀金控及公司发行的永续债券产生现金流入使得吸收投资收到的现金大幅上升，同时，融资力度及偿还债务规模上升使得筹资活动现金流入和流出规模均大幅上升。

表 13：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流分析(亿元)

项目名称	2016	2017	2018	2019.1~3
经营活动产生现金流入	566.00	800.37	1,027.76	249.59
经营活动产生现金流出	599.14	807.98	916.43	321.80
经营活动净现金流	-33.14	-7.61	111.33	-72.22
投资活动产生现金流入	311.96	139.92	203.66	96.77

投资活动产生现金流出	112.60	346.31	380.11	139.96
投资活动净现金流	199.35	-206.40	-176.45	-43.19
筹资活动产生现金流入	846.40	812.81	1,374.28	342.01
其中：吸收投资所收到的现金	0.04	3.01	67.34	--
借款所收到的现金	719.47	648.45	1,071.78	336.53
△发行债券收到的现金	37.48	149.66	203.22	--
筹资活动产生现金流出	902.99	638.69	1,162.35	230.10
其中：偿还债务所支付的现金	724.64	522.42	1,014.46	194.05
筹资活动净现金流	-56.58	174.12	211.93	111.91
现金及现金等价物净增加额	109.78	-38.30	143.85	-4.14

资料来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2016~2018年及2019年1~3月，母公司经营活动净现金流分别为-39.05亿元、73.50亿元、-47.55亿元和-69.81亿元，母公司经营活动净现金流主要受与子公司等企业的资金往来规模影响。2016~2018年及2019年1~3月，母公司投资活动净现金流分别为45.71亿元、-128.73亿元、-0.39亿元和1.02亿元，其中，2017年投资活动净现金流由正转负，主要系当期收购广晟三条高速公路以及对广州地铁的预付投资导致投资支付的现金大幅上升等所致。2016~2018年及2019年1~3月，母公司筹资活动净现金流分别为-6.14亿元、49.32亿元、52.73亿元和79.54亿元，其中，2016年母公司筹资活动净现金流为负值主要系上缴国资收益所致。

总体来看，公司经营活动净现金流近年来呈波动状态，受房地产和金融板块等投资规模较大等影响，对运营资金需求整体较大；2017年以来，公司对外投资力度加大，投资活动持续呈现净流出状态；公司经营活动和投资活动现金缺口主要通过筹资活动来平衡。

## 偿债能力

2016~2018年末及2019年3月末，公司总债务分别为1,292.98亿元、1,592.06亿元、1,808.50亿元和2,137.13亿元。2016~2018年，公司EBITDA分别为107.33亿元、102.44亿元和141.18亿元；总债务/EBITDA分别为12.05倍、15.54倍和12.81

倍，同期，EBITDA利息保障系数分别为2.41倍、2.09倍和2.02倍，EBITDA对利息支出覆盖能力较强。2018年经营活动净现金流对债务本息的覆盖倍数分别为0.06倍和1.59倍，其余各期经营活动净现金流持续为负，无法覆盖债务本息。总体看，公司偿债能力仍有待提升。

表 14：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司偿债能力分析

偿债指标	2016	2017	2018	2019.3
EBITDA (亿元)	107.33	102.44	141.18	--
经营活动净现金流 (亿元)	-33.14	-7.61	111.33	-72.22
总债务 (亿元)	1,292.98	1,592.06	1,808.50	2,137.13
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.03	-0.005	0.06	--
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-0.74	-0.16	1.59	-3.58
总债务/EBITDA (X)	12.05	15.54	12.81	--
EBITDA 利息保障系数(X)	2.41	2.09	2.02	--

数据来源：公司财务报告

从母公司口径来看，2016~2018年末及2019年3月末，母公司总债务分别为256.55亿元、320.14亿元、308.88亿元和395.38亿元。母公司作为投控型企业，本身无实际业务，盈利能力较弱，同时，较大的债务规模和利息支出使得母公司EBITDA对债务本息的覆盖能力较弱。2016~2018年，总债务/EBITDA分别为36.21倍、115.87倍和46.77倍，EBITDA利息保障倍数分别为0.60倍、0.25倍和0.42倍，EBITDA对总债务的覆盖能力稳定性较弱，且不能完全覆盖利息支出。2017年，母公司经营活动净现金流的大幅转正使得经营活动净现金流利息保障系数大幅上升至6.60倍，其余各期母公司经营活动净现金流对债务本息均无覆盖能力。

表 15：2016~2018 年及 2019 年 1~3 月母公司偿债能力分析

偿债指标	2016	2017	2018	2019.3
EBITDA (亿元)	7.09	2.76	6.60	--
经营活动净现金流(亿元)	-39.05	73.50	-47.55	-69.81
总债务 (亿元)	256.55	320.14	308.88	395.38
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.15	0.23	-0.15	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-3.29	6.60	-2.99	-19.65
总债务/EBITDA (X)	36.21	115.87	46.77	--

EBITDA 利息保障系数 (X)	0.60	0.25	0.42	--
----------------------	------	------	------	----

数据来源：公司财务报告

债务到期分布方面，截至 2019 年 3 月末，公司于 2019 年 4~12 月、2020 年和 2021 年到期债务规模分别为 444.84 亿元、455.85 亿元和 527.48 亿元，未来几年均面临一定的偿债压力，中诚信国际将持续关注公司偿债资金安排及债务偿还情况。

**表 16：截至 2019 年 3 月末公司到期债务本金分布（亿元）**

年份	2019.4~12	2020	2021	2022	2023 及以后
金额	444.84	455.85	527.48	268.76	440.20

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，公司及其下属子公司取得境内外银行授信额度合计为 3,890.88 亿元，其中，未使用额度为人民币 2,730.72 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额为 14.30 亿元，占同期末净资产的比重为 1.63%，主要系子公司广州市城市建设开发有限公司新增对其参与的地产项目的项目公司提供担保，存在一定的或有风险。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 708.34 亿元，占同期末总资产的比重为 12.72%，主要系为银行借款设定的担保资产，包括存货、土地使用权、投资性房地产、固定资产和长期应收款以及质押用于回购融资的债券等。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2019 年 5 月 17 日，公司信用记录良好，无逾期未偿还或逾期偿还借款本金和利息等信贷违约记录。

## 评级展望

公司作为广州市资产规模最大的国有企业集团之一，受到其股东广州市国资委在资金、资产等方面的大力支持，其产业多元化发展有效降低了公司的经营性风险，盈利能力极强，且融资渠道极其畅通。同时，中诚信国际也关注到下属子公司重大资产重组和债务规模上升较快等因素对公司未来

经营及整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内的信用水平将保持稳定。

## 结论

综上，中诚信国际评定广州越秀集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“广州越秀集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于广州越秀集团有限公司 2019 年度第一期绿色中期票据的跟踪评级安排

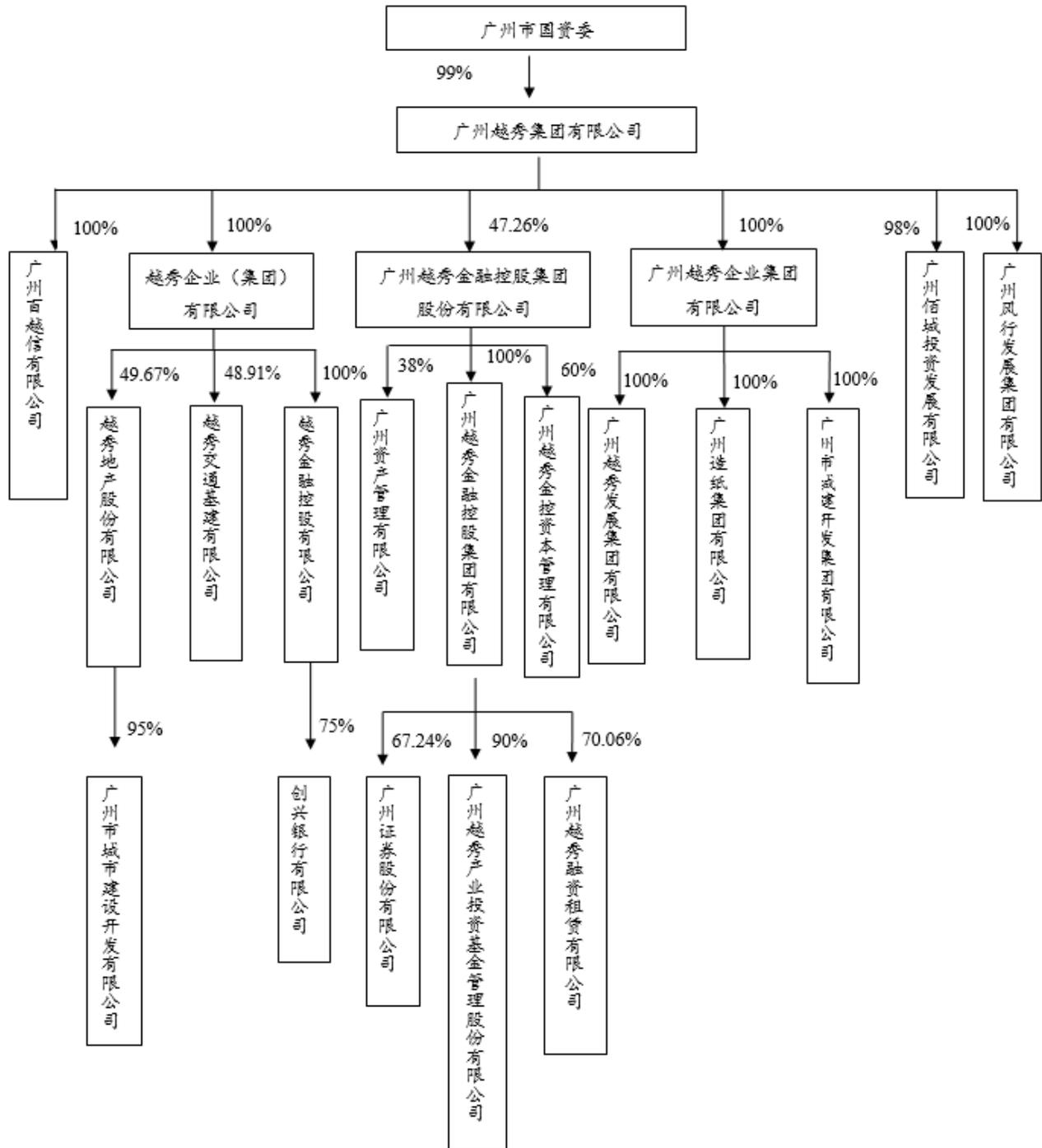
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期中期票据的存续期内对本期中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在中期票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2019 年 8 月 7 日

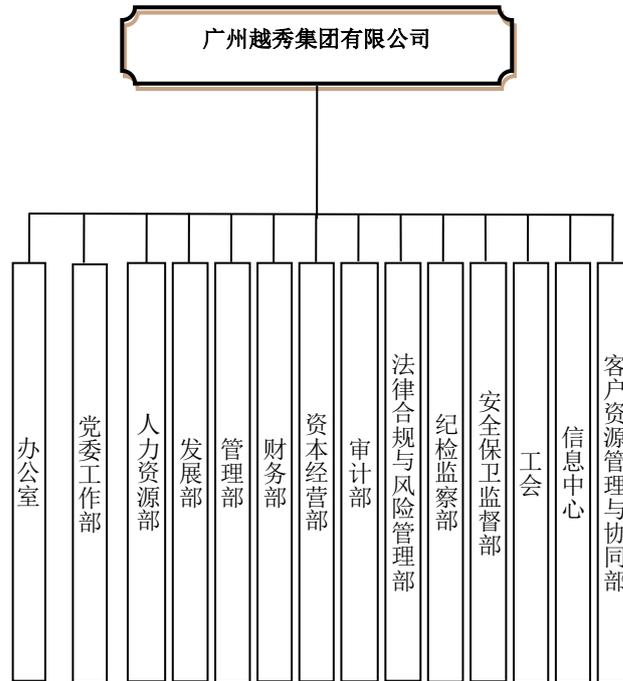
附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



注：股权结构图主要披露集团下属重要子公司。

资料来源：公司提供

附二：广州越秀集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

**附三：广州越秀集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	6,792,824.48	6,137,050.96	7,455,068.31	7,833,578.31
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	434,918.12	849,778.65	1,124,590.55	3,858,126.33
应收账款净额	112,266.64	78,950.82	126,620.97	144,800.59
其他应收款	814,239.65	2,879,796.47	3,049,562.80	3,880,415.90
存货净额	7,235,631.41	7,284,921.78	10,301,971.24	10,888,785.18
可供出售金融资产	3,608,547.34	4,346,010.40	2,122,068.21	233,873.31
长期股权投资	1,526,788.41	1,799,993.16	1,839,794.81	1,768,023.76
固定资产	724,963.07	716,348.78	806,002.12	845,832.09
在建工程	145,382.25	140,935.84	107,634.66	114,624.37
无形资产	2,018,207.84	1,965,690.89	1,935,559.84	3,308,222.99
总资产	37,394,971.88	42,956,411.59	51,811,002.47	55,679,778.69
其他应付款	1,646,733.28	2,195,809.22	3,018,378.76	3,454,724.52
短期债务	2,713,124.60	5,121,941.72	4,837,717.68	5,447,103.26
长期债务	10,216,720.29	10,798,661.04	13,247,327.24	15,924,227.85
总债务	12,929,844.90	15,920,602.76	18,085,044.92	21,371,331.11
净债务	6,137,020.41	9,783,551.80	10,629,976.60	13,537,752.80
总负债	30,740,134.21	36,369,387.72	43,341,531.25	46,920,095.80
费用化利息支出	272,643.40	334,590.97	512,391.83	143,084.18
资本化利息支出	172,705.19	154,662.65	187,073.00	58,494.26
实收资本	1,126,851.84	1,126,851.84	1,126,851.84	1,126,851.84
少数股东权益	4,558,086.60	4,246,474.08	4,892,237.72	5,208,128.80
所有者权益合计	6,654,837.67	6,587,023.86	8,469,471.22	8,759,682.90
营业总收入	3,412,214.19	3,726,759.01	4,482,086.23	1,089,095.00
三费前利润	1,098,694.70	1,309,001.51	1,660,934.56	420,810.01
营业利润	443,358.28	575,265.65	739,104.26	170,404.25
投资收益	274,274.55	214,043.39	233,358.75	22,527.76
营业外收入	284,418.60	15,388.56	54,169.31	1,946.44
净利润	426,284.02	384,262.83	498,531.91	108,877.74
EBIT	961,013.35	919,045.15	1,292,141.43	314,855.29
EBITDA	1,073,297.48	1,024,432.83	1,411,822.82	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,131,899.04	4,057,217.53	5,082,823.37	1,996,251.73
收到其他与经营活动有关的现金	991,320.11	1,869,058.83	2,183,032.83	499,541.60
购买商品、接受劳务支付的现金	3,317,154.81	4,297,244.07	4,521,208.55	1,948,200.19
支付其他与经营活动有关的现金	647,637.12	1,944,159.69	1,664,953.29	964,533.44
吸收投资收到的现金	372.50	30,134.85	673,406.92	0.00
资本支出	36,419.71	105,170.26	61,010.65	66,501.66
经营活动产生现金净流量	-331,390.34	-76,117.08	1,113,302.60	-722,171.02
投资活动产生现金净流量	1,993,515.81	-2,063,969.70	-1,764,495.24	-431,853.02
筹资活动产生现金净流量	-565,817.68	1,741,184.69	2,119,273.98	1,119,106.61
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	38.17	40.13	42.62	43.30
三费收入比(%)	23.49	26.19	25.62	25.66
总资产收益率(%)	2.68	2.29	2.73	--
流动比率(X)	0.96	0.89	0.92	1.01
速动比率(X)	0.59	0.60	0.57	0.64
资产负债率(%)	82.20	84.67	83.65	84.27
总资本化比率(%)	66.02	70.73	68.11	70.93
长短期债务比(X)	0.27	0.47	0.37	0.34
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	0.00	0.06	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.12	-0.01	0.23	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.74	-0.16	1.59	-3.58
总债务/EBITDA(X)	12.05	15.54	12.81	--
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.20	0.29	--
货币资金/短期债务(X)	2.50	1.20	1.54	1.44
EBITDA 利息倍数(X)	2.41	2.09	2.02	--

注：1、公司各期财务报表均执行新会计准则；2、中诚信国际合并口径总债务包括长期应付款、其他非流动负债、其他应付款和其他流动负债中有息负债；3、公司未提供2019年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无法计算。

**附四：广州越秀集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）**

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	153,355.99	94,215.03	209,347.54	317,613.77
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,021,896.23	2,487,743.31	3,265,672.22	4,044,070.47
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	20,000.00	20,000.00	85,703.88	135,703.88
长期股权投资	2,381,568.28	2,901,661.04	3,237,619.69	3,237,619.69
固定资产	175.19	93.69	33.87	27.98
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	23.81	0.00	0.00	0.00
总资产	3,657,375.53	5,777,688.66	7,142,912.60	7,966,338.72
其他应付款	72,905.44	1,536,729.09	2,350,834.28	2,337,753.13
短期债务	590,000.00	1,824,721.47	916,559.15	1,483,209.32
长期债务	1,975,476.62	1,376,707.45	2,172,262.62	2,470,587.09
总债务	2,565,476.62	3,201,428.93	3,088,821.77	3,953,796.41
净债务	2,412,120.63	3,107,213.89	2,879,474.23	3,636,182.64
总负债	2,682,271.35	4,797,244.15	5,443,003.70	6,295,753.13
费用化利息支出	118,798.77	111,293.37	158,895.98	35,535.90
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,126,851.84	1,126,851.84	1,126,851.84	1,126,851.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	975,104.18	980,444.51	1,699,908.90	1,670,585.59
营业总收入	661.44	2,838.29	3,036.24	311.10
三费前利润	-691.32	2,592.57	2,833.02	287.00
营业利润	-23,188.61	-84,275.48	-89,945.10	-19,117.34
投资收益	51,687.66	2,235.19	10,857.29	70.39
营业外收入	7.54	507.07	50.00	1.00
净利润	-48,068.44	-83,768.41	-92,907.99	-19,116.34
EBIT	70,730.32	27,524.97	65,987.98	16,419.56
EBITDA	70,855.01	27,630.28	66,038.12	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	397,505.60	3,894,012.52	1,930,724.11	538,687.37
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	786,543.12	3,157,465.29	2,405,474.88	1,236,773.22
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	499,391.00	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	-390,458.43	734,975.03	-475,483.09	-698,141.39
投资活动产生现金净流量	457,127.85	-1,287,293.72	-3,924.04	10,232.67
筹资活动产生现金净流量	-61,350.39	493,206.05	527,340.44	795,369.66
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	11,215.64	3,139.33	3,413.28	6,259.99
总资产收益率(%)	1.96	0.58	1.02	--
流动比率(X)	1.78	0.83	1.10	1.14
速动比率(X)	1.78	0.83	1.10	1.14
资产负债率(%)	73.34	83.03	76.20	79.03
总资本化比率(%)	72.46	76.55	64.50	70.30
长短期债务比(X)	0.30	1.33	0.42	0.60
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	0.23	-0.15	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.66	0.40	-0.52	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-3.29	6.60	-2.99	-19.65
总债务/EBITDA(X)	36.21	115.87	46.77	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.02	0.07	--
货币资金/短期债务(X)	0.26	0.05	0.23	0.21
EBITDA 利息倍数(X)	0.60	0.25	0.42	--

注：1、公司各期财务报表均执行新会计准则；2、中诚信国际母公司口径总债务包括其他流动负债中有息负债；3、公司未提供母公司口径 2019 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标无法计算。

## 附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

营业成本合计=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

三费前利润=营业总收入-营业成本合计-营业税金及附加

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

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

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/ 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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）

长短期债务比=短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （费用化利息支出+资本化利息支出）

## 附六：主体信用等级的符号及定义

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。

## 附七：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。