

# 信用等级通知书

信评委函字[2017]1881D 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2018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。

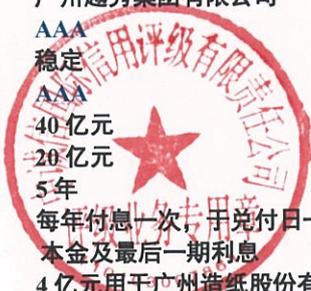
特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司  
信用评级委员会

二零一七年十二月二十七日

# 广州越秀集团有限公司 2018 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
发行规模	20 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	4 亿元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及广州造纸集团有限公司（以下简称“造纸集团”）环保迁建二期工程项目，16 亿元用于偿还公司有息负债



## 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 2018 年度第一期绿色中期票据”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际肯定了公司重要的主体地位及强大的股东支持、产业多元化发展有效降低了公司的经营性风险、极强的盈利能力以及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房地产业务政策调控风险、负债压力较大等因素对公司未来整体信用状况的影响。

## 优势

- **公司重要的主体地位及强大的股东支持。**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。
- **产业多元化发展有效降低了公司的经营性风险。**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，产业多元化发展有效降低了公司的经营性风险。
- **极强的盈利能力。**2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司净利润分别为 35.42 亿元、34.05 亿元、42.63 亿元和 24.19 亿元；同期，投资收益分别为 11.41 亿元、8.48 亿元、27.43 亿元和 11.60 亿元；此外，公司主营业务毛利率近几年均维持较高水平。公司具有极强的盈利能力且稳定性佳。
- **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）、越秀交通基建有限公司（股票代码 01052.HK）、广州越秀金融控股集团股份有限公司（股票代码 000987）、创兴银行有限公司（股票代码 01111.HK）和越秀房地产投资信托基金（股票代码 00405.HK）等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

- **房地产业务政策调控风险。**房地产业务是公司的重要业务板块之一，而房地产行业易受宏观调控和市场波动影响，公司房地产业务未来发展面临不确定性。
- **公司负债压力较大。**2014 年，由于将创兴银行有限公司纳入合并报表范围，公司负债规模大幅增加；同时，公司通过筹资活动融入大量借款，导致公司资产负债率维持在高位。

## 概况数据

越秀集团 (合并口径)	2014	2015	2016	2017.9
总资产(亿元)	2,776.35	3,420.75	3,739.50	4,083.45
所有者权益合计(亿元)	507.71	526.58	665.48	680.07
总负债(亿元)	2,268.64	2,894.17	3,074.01	3,403.39
总债务(亿元)	837.26	1,180.15	1,292.98	1,483.29
营业总收入(亿元)	246.78	337.64	341.22	275.21
净利润(亿元)	35.42	34.05	42.63	24.19
EBIT(亿元)	74.68	77.02	96.10	64.34
EBITDA(亿元)	83.08	86.85	107.33	--
经营活动净现金流(亿元)	-29.16	-15.64	-33.14	-130.78
营业毛利率(%)	42.24	41.16	38.17	39.22
总资产收益率(%)	3.47	2.49	2.68	--
资产负债率(%)	81.71	84.61	82.20	83.35
总资本化比率(%)	62.25	69.15	66.02	68.56
总债务/EBITDA(X)	10.08	13.59	12.05	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.36	2.41	--

越秀集团 (母公司口径)	2014	2015	2016	2017.9
总资产(亿元)	275.28	357.62	365.74	495.07
所有者权益合计(亿元)	142.30	106.82	97.51	139.61
总负债(亿元)	132.98	250.80	268.23	355.46
总债务(亿元)	125.39	229.84	256.55	295.49
营业总收入(亿元)	0.05	12.75	0.07	0.00
净利润(亿元)	-5.91	4.60	-4.81	-5.81

EBIT (亿元)	-1.09	12.11	7.07	1.94
EBITDA (亿元)	-1.07	12.13	7.09	--
经营活动净现金流 (亿元)	-9.23	-2.06	-39.05	31.55
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	--
总资产收益率(%)	-0.46	3.80	1.96	--
资产负债率(%)	48.31	70.13	73.34	71.80
总资本化比率(%)	46.84	68.27	72.46	67.91
总债务/EBITDA(X)	-116.77	18.96	36.21	--
EBITDA 利息倍数(X)	-0.22	1.62	0.60	--

注：1、公司各期财务报表均执行新会计准则；2、公司提供的 2017 年三季度财务报表未经审计；3、中诚信国际将合并口径各期的长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期借款，将其他流动负债中带息金额调整至交易性金融负债，将其他应付款中带息金额调整至短期借款，将母公司口径其他流动负债中有息负债调整至交易性金融负债；4、因未提供 2017 年三季度合并及母公司口径现金流量补充资料，故相关指标失效；5、公司合并口径营业毛利率=(营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-提取保险合同准备金净额-分保费用)/营业总收入。

## 分析师

项目负责人：陆静怡 [jylu@ccxi.com.cn](mailto:jylu@ccxi.com.cn)

项目组成员：汪莹莹 [yywang@ccxi.com.cn](mailto:yywang@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 12 月 27 日

## 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、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。

三、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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。票据存续期内，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的维持、变更、暂停或中止，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2017年9月末，公司注册资本<sup>1</sup>增至101.86亿元，实收资本增至112.69亿元。

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2016年末，公司总资产为3,739.50亿元，所有者权益合计为665.48亿元，资产负债率为82.20%；2016年，公司实现营业总收入341.22亿元，净利润42.63亿元，经营活动净现金流-33.14亿元。

截至2017年9月末，公司总资产为4,083.45亿元，所有者权益合计为680.07亿元，资产负债率为83.35%；2017年1~9月，公司实现营业总收入275.21亿元，净利润24.19亿元，经营活动净现金流-130.78亿元。

## 本期中期票据概况

### 发行条款

本期中期票据注册额度人民币 40 亿元，本期拟发行金额为 20 亿元，发行期限为 5 年，每年付

<sup>1</sup> 2017年10月31日，公司注册资本变更至112.69亿元。

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

本期中期票据拟募集资金 20 亿元，其中，4 亿元用于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，16 亿元用于偿还公司有息负债。

截至 2017 年 9 月末，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、支持项目建成后的生产运转。

## 宏观经济和政策环境

在全球经济继续改善，供给侧改革持续推进背景下，虽然第三季度 GDP 微幅下调，但 2017 年宏观经济运行总体平稳，前三季度实际 GDP 同比增长 6.9%，与上半年持平；名义 GDP 同比增长 11.34%，虽连续两季回落，但依然处于 2012 年来同期高位。当前中国经济仍处于“L”型筑底阶段，四季度经济增长仍面临下调压力，但无失速之忧，全年实现高于 6.5% 的预期目标没有悬念。



资料来源：国家统计局

三季度以来，环保趋严背景下制造业投资增速回落，受高基数影响基建投资增长放缓，与上半年相比投资增速有所回落。但严厉调控下房地产投资增长依旧快于去年同期，这一方面与基数较低有关，另一方面也与地方政府推地节奏加快房地产企

业土地购置支出加大有关，后续随着基数加大、调控效果继续显现，房地产投资仍有下行压力。社会消费品零售总额虽然在三季度出现波动，但考虑到居民收入增长持续加快，服务业消费快速增长，包含服务在内的总消费依然稳健，消费对经济增长的贡献率依旧保持在 60% 以上。全球贸易持续向好，出口虽有波动但总体保持平稳增长，外需对经济增长的贡献率虽然较上半年有所回落但显著高于去年同期。生产虽有走弱，但产业结构调整和新旧动能转换持续。

2017 年以来，CPI 于 1 月份达到高点后回落，走势总体平稳。在去产能和环保趋严背景下，煤炭、钢铁、石油、有色金属等主要原材料价格上涨，PPIRM 和 PPI 持续处于高位，二者剪刀差居高不下，挤压了中下游企业利润空间，利润从中下游向上游转移的态势持续，对制造业投资形成制约。

今年以来，中央高规格会议多次强调“防风险”。在中央的高度重视下，围绕不发生系统性风险底线，央行健全“货币政策+宏观审慎”双支柱调控框架，实施稳健中性的货币政策，MPA 监管进一步完善，银证保等监管机构相继出台一系列政策，金融监管持续趋严。强监管带动金融系统性风险有所缓释，银行资产负债表无序扩张势头得到一定遏制；M2 增速自 5 月份以来连续 5 个月保持个位数运行，与社融走势分化；随着表外融资持续向表内转移，后续 M2 增速或将小幅回升。5 月末以来人民币汇率波动走强，外汇占款 9 月由负转正，外汇储备连续 8 个月回升，资本流出压力减轻。

后续来看，房地产调控和金融强监管背景下投资面临下行压力，新动能短期内仍难以成为拉动经济增长的主要动力，改革效应短期难以充分显现，四季度中国经济仍面临一定下行压力。但是，全球经济底部运行中有所改善，全球贸易增长加快，中国经济运行外部环境持续向好；“十九大”指明了社会主义新时代市场经济改革的方向，改革开放力度有望加大，供给侧改革持续推进，将为经济增长提供新的制度红利；同时，产业和消费结构升级、新旧动能转换持续，中国经济企稳向好基础仍存。

不过，中国经济企稳向好中仍需关注以下几方面风险：1) 总体杠杆率虽边际改善，但债务规模刚性压力依然存在，非金融企业部门杠杆率仍显著高于国际平均水平，居民部门杠杆率攀升，政府部门债务风险总体可控但存在区域性、结构性风险；2) 调控之下房价快速上涨势头虽得到遏制，但房地产结构性泡沫依然存在；3) 金融监管趋严背景下，实体经济融资门槛和成本都有所提高，实体经济维持和扩大生产面临资金来源压力；4) 产能去化和环保趋严带动主要原材料价格上涨加快，PPI 与 PPIRM 剪刀差处于高位，将对企业利润改善形成制约。

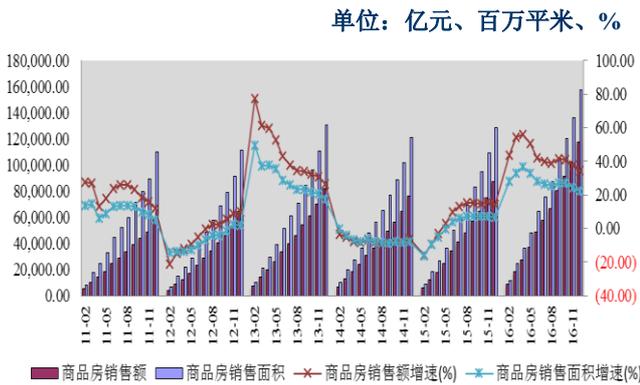
习近平总书记在“十九大”报告中再次强调了“守住不发生系统性金融风险的底线”。在未来一段时间内，“防风险”仍将是宏观调控的重要目标，央行将进一步健全货币政策和宏观审慎双支柱调控框架，实施稳健的货币政策，但 9 月底定向降准后，全面降准必要性降低。金融改革步伐有望加快，金融监管持续趋严，房贷将继续收紧。财政政策仍将保持积极，支出进度加快与减税降费将继续得到有效落实。

## 行业分析

### 房地产行业

房地产销售方面，2016 年 1~9 月，在政府“去库存”的大基调下，整体政策环境保持宽松，房地产市场明显复苏，销售势头强劲，当期全国商品房销售额和销售面积同比分别大幅增长 41.3% 和 26.9% 至 8.02 万亿元和 10.52 亿平方米，尤其是一线城市、部分热点二线城市（南京、苏州、杭州、厦门等）以及发达城市群的卫星城市（惠州、东莞、昆山、廊坊等）地区市场销售表现尤其突出。但为抑制房价快速上涨，9 月底以来，国内多个城市推出楼市调控政策，商品房销售增幅有所放缓，全年销售额和销售面积同比涨幅分别收窄至 34.8% 和 22.5%，规模分别达 11.76 万亿元和 15.73 亿平方米。

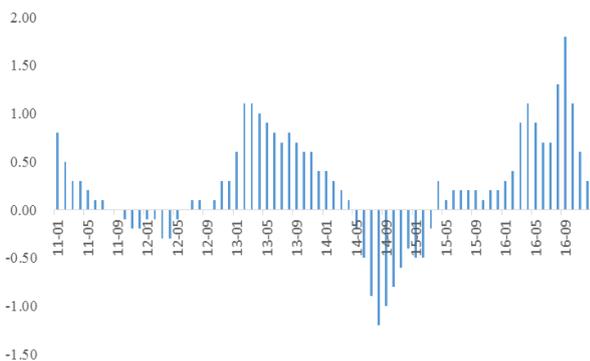
图 2：2011 年以来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房销售价格方面，2015 年以来，市场需求的回暖带动房地产销售价格企稳回升，自 2015 年 4 月至 2016 年 9 月，70 城市价格指数实现连续的环比增长，且环比增幅在 2016 年 3 月份以来明显加大，2016 年 3~9 月价格指数环比涨幅的平均值已达 1.06%，达到近年来的高点，部分新房库存较少的城市面临房价上涨过快的压力。但随着 9 月底以来楼市调控政策的发布，价格指数环比涨幅开始呈现明显缩窄，从 9 月份环比涨幅 1.80% 的高点降至 12 月份的 0.3%。

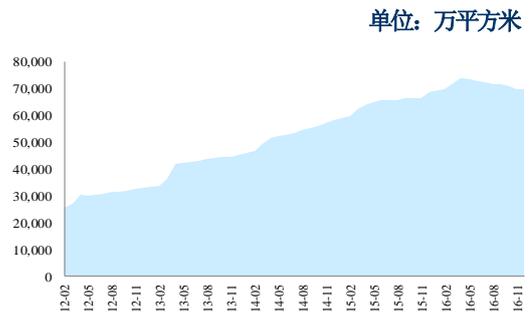
图 3：近年来全国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比  
单位：%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2016 年，虽然当期房地产市场销售表现良好，但由于竣工未售量的累计以及旧库存去化速度慢，当期末待售面积仅小幅降至 6.95 亿平方米，仍面临一定的库存压力，此外值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的城市，库存压力仍然较大，情况并未好转。

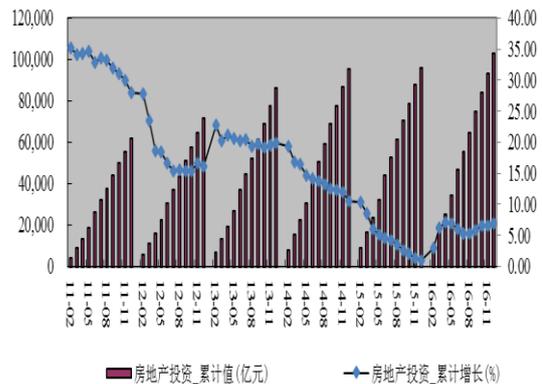
图 4：近年来全国商品房待售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

房地产投资和施工方面，2016 年，房地产市场回暖，在新开工量、竣工量及土地购置支出的带动下，房地产开发投资增速触底反弹，当期房地产开发投资额同比增长 6.9%。

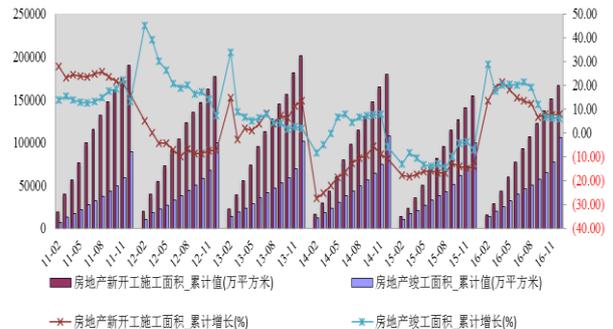
图 5：2011 年以来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2016 年，在市场持续热销的带动下，房地产新开工面积增速发生反弹，结束了自 2014 年以来连续 24 个月的同比下降，2016 年，房地产新开工面积同比增长 8.1% 至 16.69 亿平方米。

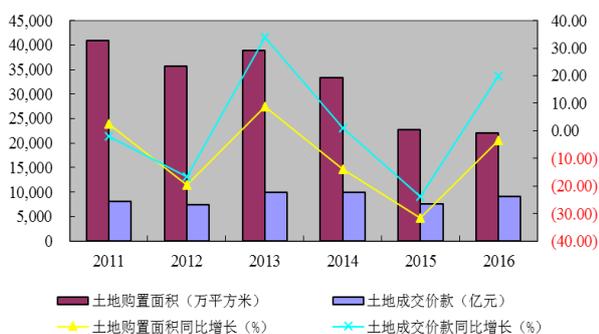
图 6：2011 年以来全国房屋新开工和竣工面积



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地成交方面，2016年以来，土地市场延续着分化的格局，上海、南京、苏州、杭州等热点一、二线城市土地市场竞争激烈，呈现出“高地价、高溢价”特征，地块楼面单价屡次创下历史新高，在此带动下，2016年，全国土地成交金额为9,129亿元，同比增加19.8%；但土地购置面积受一二线城市土地供给量明显减少的影响，同比下降3.4%至22,025万平方米。此外，中诚信国际也关注到部分开发商采用高杠杆方式在热点城市购入高溢价率的土地，部分项目的获取单位成本已超出周边楼盘的在售价格，倘若未来区域市场的销售情况未达预期，将对上述项目的利润率产生侵蚀，甚至发生存货减值的风险。

图 7：2011 年以来房地产开发企业购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从房地产资金结构上看，自筹资金、订金及预售款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导位置，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过70%。从房地产企业资金来源看，2016年，房地产市场复苏明显，房地产开发投资到位资金同比增长15.2%，其中定金及预收款、个人按揭贷款等其他资金来源同比大幅增长31.9%至73,428亿元，为当期到位资金增长最主要的贡献因素，其他资金来源中，受居民按揭购房比例的提升，当期居民按揭贷款规模同比大幅提升46.5%；当期房地产企业自筹资金仅小幅增长0.2%至49,133亿元，资金杠杆率继续提升。

表 1：近年来房地产开发投资资金来源（亿元；%）

指标	2013	2014	2015	2016
资金来源合计	122,122	121,991	125,203	144,214

同比增长率	26.5	-0.1	2.6	15.2
其中：自筹资金	47,425	50,420	49,038	49,133
占比	38.83	41.33	39.17	34.07
同比增长	21.3	6.3	-2.7	0.2
国内贷款	19,673	21,243	20,214	21,512
占比	16.11	17.41	16.14	14.92
同比增长率	33.1	8.0	-4.8	6.4
利用外资	534	639	297	140
占比	0.44	0.52	0.24	0.10
同比增长率	32.8	19.7	-53.6	-52.9
其他来源	54,491	49,690	55,655	73,428
占比	44.62	40.73	44.45	50.92
同比增长率	28.9	-12.4	12.0	31.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

## 证券行业

证券行业与宏观经济环境高度相关。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12月30日，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。中诚信国际认为，未来在经济转型升级不断加快以及城镇化建设不断深入，外围经济企稳回升等因素的带动下，国内经济有望平稳发展，从而推动证券市场的景气度向上提升。

图 8：2011~2017.3 上证综合指数变化趋势图



资料来源：聚源数据，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。截至 2015 年末，我国境内上市公司数（A、B 股）为 2,827 家，总市值达 53.13 万亿元。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。与此同时，随着证券市场的发展，证券投资品种日趋多元化，基金、债券、期货等证券品种均得到了较大发展，多层次资本市场体系建设逐步深入。

交易量方面，伴随着近几年证券市场的发展，市场交易量呈现一定的波动。2012 年下半年，政府密集批复基础设施项目，A 股成交量也随之逐步回升，全年成交量约为 32,881.06 亿股。2013 年以来，受经济增长放缓等因素影响，我国股票指数总体下行，成交量有所增加，2013 年全年 A 股成交量为 46.87 万亿元，同比增长 48.94%。2014 年两市成交总额为 74.39 万亿元，同比增长 58.72%。2015 年以来，尤其是上半年股指大幅上涨情况下，市场交易量显著增长，全年成交总额 255.05 万亿元，同比增长 242.86%。2016 年，证券市场整体较为低迷，两市成交额为 126.73 万亿元，较上年同期显著下滑。

**表 2：2014~2016 年股票市场主要指标**

指标	2014	2015	2016
上市公司总数（家）	2,613	2,827	3,052
总市值（万亿元）	37.25	53.13	50.82
总成交额（万亿元）	74.39	255.05	126.73

资料来源：中国证监会，中诚信国际整理

从券商业务结构来看，目前国内券商已逐步确立了经纪业务、投行业务、自营业务和资产管理业务四大业务板块。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。进入 2016 年以来，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。

**图 9：2007~2016 年证券公司营业收入和利润情况**



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。中诚信国际认为，证券公司分类评价是监管从严的体现，并有望促进

证券市场健康稳定发展。

## 收费公路行业

改革开放以来，凭借低要素成本优势，我国经济快速发展，形成了以第二产业为主的产业结构和向外型的经济结构。我国沿海地区经济发达、港口航运条件便利，而水、矿产、煤炭等工业基础原料主要分布在西北及内陆地区，资源分布不均衡带来很强的交通运输需求。但公路基础设施发展严重滞后，截至 1984 年底，全国二级以上公路里程仅 1.9 万公里。为加快解决公路交通落后对经济社会发展的制约问题，1984 年 12 月，国务院批准出台了“贷款修路、收费还贷”的收费公路政策，极大地促进了我国公路基础设施建设和发展。

经过多年的投资建设发展，我国已形成了较大规模的运营路产。截至 2016 年末，全国收费公路里程 17.11 万公里，占公路总里程 469.63 万公里的 3.6%。收费公路按属性划分，政府还贷公路 10.05 万公里，经营性公路 7.06 万公里；按技术等级划分，高速公路 12.45 万公里，收费一级公路 2.35 万公里，收费二级公路 2.19 万公里，独立桥梁隧道 0.10 万公里。在收费高速公路中，政府还贷高速公路 6.47 万公里，经营性高速公路 5.98 万公里。

截至 2016 年末，全国公路总里程达 469.63 万公里，比上年末增加 11.90 万公里；公路密度 48.92 公里/百平方公里，较上年末提高 1.24 公里/百平方公里；

公路养护里程 459.00 万公里，占公路总里程的 97.7%。全国等级公路里程 422.65 万公里，比上年末增加 18.03 万公里，等级公路占公路总里程的 90.0%，同比提高 1.6 个百分点；其中，二级及以上公路里程达 60.12 万公里，较上年末增加 2.63 万公里，占公路总里程的 12.8%，同比提高 0.2 个百分点。

图 10：2011 年~2016 年全国公路总里程及公路密度



资料来源：2016 年交通运输行业发展统计公报

运输量方面，目前公路运输在我国交通运输体系中占据主导地位，2016 年承担了国内约 76.4% 的货物运输量和约 81.4% 的旅客运输量。周转量方面，2016 我国公路货物运输周转量为 61,211.0 亿吨公里，同比增长 5.6%，增速较上年上升 3.6 个百分点；旅客运输周转量为 10,294.8 亿人公里，同比下降 4.2%，近年来随着铁路网络规模的扩大以及高速铁路的大量投运，铁路客运已对公路客运带来了冲击，2016 年铁路客运周转量占比超过公路，位居第一。

表 3：2016 年全国综合运输情况

运输方式	货 物				旅 客			
	周转量 (亿吨公里)	增速 (%)	货运量 (亿吨)	增速 (%)	周转量 (亿人公里)	增速 (%)	客运量 (亿人)	增速 (%)
公路	61,211.0	5.6	336.3	6.8	10,294.8	-4.2	156.3	-3.5
铁路	23,792.3	0.2	33.3	-0.8	12,579.3	5.2	28.1	11.0
水路	95,399.9	4.0	63.6	3.7	72.0	-1.4	2.7	0.1

资料来源：2016 年国民经济和社会发展统计公报

2013 年 6 月，国家发改委和交通运输部编制的《国家公路网规划（2013~2030 年）》获得批准，该规划要求按照“实现有效连接、提升通道能力、强化区际联系、优化路网衔接”的思路，补充和完善国家高速公路网，形成“七射十一纵十八横”的高

速公路网，约 11.8 万公里，另规划远期展望线约 1.8 万公里，预计到 2020 年我国高速公路总里程将达到 13.5 万公里。我国公路建设采用“适度超前”的原则，根据交通运输部发布的《交通运输“十二五”规划》，国家在“十二五”期间持续完善公路网规划，

加快形成“七射九纵十八横”的高速公路网，强化国道省道改造，截至 2016 年末高速公路总里程已达 12.45 万公里，对拥有 20 万以上城镇人口的城市的覆盖率超过 90%，路网效应进一步加强。根据《国家公路网规划（2013~2030 年）》，“十三五”期间我国高速公路投资增速可能有所放缓。

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

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。

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 2016 年末，全国收费公路累计建设投资总额为 75,857.5 亿元，其中，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 2016 年末，全国收费公路债务余额为 48,554.7 亿元。收费公路按属性划分，政府还贷公路 26,107.5 亿元，经营性公路 22,447.2 亿元；按技术等级划分，高速公路 45,635.0 亿元，一级公路 1,673.8 亿元，二级公路 468.9 亿元，独立桥梁隧道 777.0 亿元。2016 年，全国收费公路通行费收入为 4,548.5 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 2,920.5 亿元，除支付当年 2,313.3 亿元利息外，还可还本 607.2 亿元。

表 4：2016 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			投资总额 (3)	债务余额
		银行贷款 (4)	其他债务资金 (5)	小计 (2)		
政府还贷公路	10,967.8	25,580.1	1,624.9	27,205.1	38,172.8	26,107.5
经营性公路	12,550.5	22,567.8	2,566.4	25,134.2	37,684.7	22,447.2
<b>合计</b>	<b>23,518.3</b>	<b>48,147.9</b>	<b>4,191.3</b>	<b>52,339.3</b>	<b>75,857.5</b>	<b>48,554.7</b>

注：(1)+(2)=(3)，(4)+(5)=(2)

资料来源：《2016 年全国收费公路统计公报》，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。

## 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。

资金补助方面，2014~2016 年，公司分别获得政府补助 0.18 亿元、0.30 亿元和 0.31 亿元，政府补贴主要包括企业办公用房补贴、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

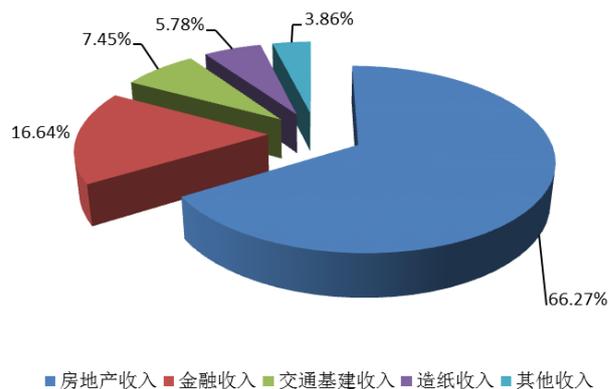
产业体系，为集中资源经营主业，近年来，公司持续调整并优化业务板块，逐步退出酒店、国际工程和劳务、水泥、超市和电池等业务，战略定位清晰。得益于产业布局的优化，公司的金融、地产和交通基建三大核心业务经营规模不断扩大，相关运营实体已成功实现上市，包括越秀地产股份有限公司（以下简称“越秀地产”，股票代码 00123.HK）、越秀交通基建有限公司（以下简称“越秀交通”，股票代码 01052.HK）、越秀金控和创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”，股票代码 01111.HK）。其中，越秀地产是摩根士丹利资本国际中国指数成分股，越秀交通是恒生香港中资企业指数成分股。此外，公司旗下控有越秀房地产投资信托基金（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。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 246.78 亿元、337.64 亿元、341.22 亿元和 275.21 亿元，其中，2016 年及 2017 年 1~9 月，房地产收入分别为 226.13 亿元和 182.97 亿元，金融收入分别为 56.77 亿元和 37.21 亿元，交通基建收入分别为 25.42 亿元和 19.46 亿元，2016 年，上述三大业务板块收入占营业总收入比重分别为 66.27%、16.64% 和 7.45%。

图 11：2016 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为 90% 左右。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，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，地产板块分别实现营业收入 157.74 亿元、224.01 亿元、226.13 亿元和 123.18 亿元，同期房地产开发收入占比分别为 94.35%、95.35%、93.26% 及 92.45%。

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 and 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面积和结转收入均持续提升，而广州地区结转面积和金额的比重均有所下降。从结转面积来看，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，广州地区项目的结转比重分别为 62.07%、43.27%、26.38% 和 15.18%；从结转金额来看，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，广州地区项目的结转比重分别为 74.12%、54.96%、33.45% 和 22.82%。

表 5: 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司房地产项目结转区域分布 (万平方米; 亿元)

项目名称	2014		2015		2016		2017.1~6	
	结转面积	结转金额	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	73.07	110.81	85.69	115.82	48.41	64.71	15.11	25.12
环三角地区 (除广州外)	17.78	13.96	28.99	19.23	41.48	35.98	34.02	25.91
环渤海地区	1.77	1.23	38.90	26.46	15.08	9.75	22.01	19.01
长三角地区	16.89	10.47	19.93	14.83	52.76	44.34	24.46	34.05
中部地区	8.21	13.03	24.54	34.39	25.76	38.67	3.96	5.98
合计	117.72	149.50	198.05	210.73	183.49	193.45	99.56	110.07

资料来源: 公司提供

未来, 公司房地产业务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来看, 2014~2016 年, 广州以外区域在建面积逐年提升。

表 6: 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司房地产项目区域分布 (万平方米)

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~6
广州项目在建面积	414.76	441.06	415.72	353.69
广州项目新开工面积	50.58	132.09	147.57	44.23
广州项目竣工面积	106.34	151.49	77.07	47.60
其他地区项目在建面积	598.12	640.71	672.84	453.83
其他地区项目新开工面积	165.65	131.76	188.35	30.29

表 7: 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司地产签约和销售情况 (万平方米、亿元)

区域	2014		2015		2016		2017.1~6	
	销售面积	签约金额	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	82.19	125.77	84.34	112.41	70.93	130.37	26.59	75.45
武汉	22.60	30.77	26.62	43.82	21.61	40.44	6.41	18.82
杭州	6.62	5.46	35.83	33.36	42.11	49.86	32.51	53.73
其他	77.20	58.14	80.42	58.94	98.35	81.85	59.05	52.54
合计	188.61	220.14	227.21	248.54	233.00	302.52	124.56	200.54

资料来源: 公司提供

土地储备方面, 公司土地储备亦集中于广州, 并逐步延伸至武汉、杭州、苏州、江门等地。2016 年及 2017 年 1~6 月, 公司于广州、杭州、武汉和青岛等城市新增土地储备分别为 11 个和 14 个, 总建筑面积分别为 420.96 万平方米和 153.32 万平方米, 权益建筑面积分别为 204.09 万平方米和 90.22 万平方米。截至 2017 年 6 月末, 公司共有 53 个土

其他地区项目竣工面积	88.26	154.78	249.30	109.14
------------	-------	--------	--------	--------

注: 1、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, 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, 受益于良好的推盘和销售能力, 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月, 公司分别实现销售面积 188.61 万平方米、227.21 万平方米、233.00 万平方米和 124.56 万平方米, 同期签约金额分别为 220.14 亿元、248.54 亿元、302.52 亿元和 200.54 亿元, 公司的签约金额和销售面积逐年稳步增长。

地储备项目分布于全国 12 个城市, 总计拥有土地储备面积 1,564.94 万平方米, 权益建筑面积为 1,046.47 万平方米。

表 8: 截至 2017 年 6 月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	19	604.50	316.94	287.56
武汉	7	238.50	114.99	123.52

杭州	7	268.28	47.99	220.30
苏州	2	102.70	9.10	93.60
中山	3	39.06	39.06	--
江门	6	111.04	69.70	41.34
沈阳	3	65.59	5.06	60.53
青岛	1	13.81	13.81	-
佛山	2	24.82	23.18	1.64
烟台	1	21.50	21.50	--
海南	1	67.80	0.60	67.20
香港	1	7.34	-	7.34
<b>合计</b>	<b>53</b>	<b>1,564.94</b>	<b>661.93</b>	<b>903.03</b>

资料来源：公司提供

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。2014~2016年及2017年1~6月，公司物业经营分别实现营业收入8.91亿元、10.42亿元、15.25亿元和8.36亿元。

表9：截至2017年6月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	6,851
国际羽毛球培训中心	商业	14,330
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	11,446
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>356,619</b>

资料来源：公司提供

总体来看，公司多年在广州当地经营房地产开发，具备较强的市场影响力，同时通过积极在全国范围内的核心区域进行重点布局，近年来实现了营业收入规模持续增长，累计了较为充足的土地储备。目前，公司持有的物业资产规模偏小，在公司收入构成中占比较低。

## 金融业务

公司金融板块主要包括证券、银行、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。

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“广州越秀金控”）的股权出售给广州友谊集团股份有限公司（以

下简称“广州友谊”）。同时，广州市国资委将其持有的广州友谊12.56%股权划转至越秀集团。自2016年8月1日起，广州友谊启用新的证券简称“越秀金控”，证券代码为“000987”，广州越秀金控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，广州越秀集团有限公司持有公司54.25%的股份，成为公司控股股东，但公司实际控制人未发生变动，仍为广州市国资委。上述股权无偿划转已于2017年8月17日完成股份过户登记。

越秀金控通过全资子公司广州越秀金控直接控股广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）、广州越秀融资租赁有限公司（以下简称“越秀租赁”）、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”）及广州资产管理有限公司（以下简称“广州资产”）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”），并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，基本形成以证券为核心的金融控股发展格局。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。

截至2017年6月末，越秀金控通过下属全资子公司广州越秀金控持有广州证券67.235%的股权，同时，设有136家证券营业部，覆盖了全国绝大部分省份和主要城市。

广州证券主要业务包括证券经纪业务、期货经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务和投资咨询业务。2014~2016年及2017年1~6月，广州证券分别实现营业总收入（已抵减内部交易）16.82亿元、30.66亿元、29.45亿元和7.66亿元，分别获得净利润5.36亿元、9.23亿元、9.65亿

元及 0.96 亿元。2016 年，广州证券营业收入同比下降 3.93%，净利润同比增长 4.57%。2016 年，广州证券证券经纪业务、期货经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、资产管理业务和投资咨询业务分别实现收入 5.42 亿元、1.16 亿元、5.52 亿元、7.71 亿元、7.32 亿元和 0.34 亿元，占总收入比重分别为 18.26%、3.91%、18.60%、25.98%、24.66% 和 1.15%。广州证券收入来源区域主要为广东省内。2016 年以来，受证券市场行情影响，证券经纪业务及证券自营业务均有不同程度下滑，同时，2016 年，

期货经纪业务因增设营业网点收入同比增长 10.06%，投资银行业务收入同比增长 30.21%，资产管理业务产品线基本齐备，规模扩大使收入大幅增长 323.34%。2017 年 1~6 月，广州证券主要业务板块除期货经纪业务外均呈现不同程度的收入同比下降趋势。2017 年 1~6 月，受债券市场行情及资金面收紧的影响，广州证券自营业务和投行业务收入有所下降，同时，资产管理业务收入主要集中在年底体现，故 2017 年 1~6 月资产管理业务收入规模不大。

表 10：2016 年及 2017 年 1~6 月广州证券主要业务收入构成

项目名称	2016 年			2017 年 1~6 月		
	收入 (亿元)	同比增速 (%)	占比 (%)	收入 (亿元)	同比增速 (%)	占比 (%)
证券经纪业务	5.42	-57.39	18.26	1.95	-33.65	25.29
期货经纪业务	1.16	10.06	3.91	0.60	23.74	7.78
证券自营业务	5.52	-37.85	18.60	2.08	-45.89	26.98
投资银行业务	7.71	30.21	25.98	0.71	-80.91	9.21
资产管理业务	7.32	323.34	24.66	1.19	-62.52	15.43
投资咨询业务	0.34	-30.00	1.15	0.05	-24.59	0.65
其他业务	2.21	220.46	7.45	1.13	129.36	14.66
<b>合计</b>	<b>29.68</b>	<b>-5.72</b>	<b>100.00</b>	<b>7.71</b>	<b>-48.81</b>	<b>100.00</b>

注：收入合计数未抵减各项业务产生的内部交易

资料来源：公司提供

截至 2016 年末，广州证券总资产和净资产分别排名行业第 36 位和第 38 位，同比基本持平；净资本排名行业第 32 位，较 2015 年上升 3 位；2016 年，营业收入和净利润分别排名行业第 33 位和第 34 位，分别较 2015 年上升 15 位和 24 位；股票和债券主承销金额分别排名行业第 19 位和第 21 位，分别较 2015 年上升 34 位和 8 位；资产管理业务净收入和受托资金规模分别排名行业第 13 位和 21 位，分别较 2015 年上升 25 位和 11 位；新三板做市家数持续保持行业第一。

2016 年 8 月 30 日，越秀金控发布《重大事项停牌公告》，称正在筹划重大事项，股票自 2016 年 8 月 29 日开市起停牌。2016 年 12 月 26 日，根据越秀金控发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，越秀金控

拟通过发行股份并支付现金的方式购买广州恒运企业集团股份有限公司（以下简称“广州恒运”）、广州城启集团有限公司（以下简称“广州城启”）、广州富力地产股份有限公司（以下简称“广州富力”）、北京中邮资产管理有限公司（以下简称“北京中邮”）、广州市白云出租汽车集团有限公司（以下简称“广州白云”）和广州金融控股集团有限公司（以下简称“广州金控”）等六名交易对方合计持有的广州证券 32.765% 股权，并募集配套资金。后经多次修改及审核，越秀金控发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项于 2017 年 11 月 17 日获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会有条件通过，越秀金控于 2017 年 11 月 20 日开市起复牌。最终的交易方案如下：

表 11：越秀金控发行股份及支付现金购买资产交易方案

序号	交易对方	获得股票对价（万元）	上市公司股份支付（股）	现金支付（万元）	对应标的公司权益比例
1	广州恒运	418,001.6222	319,573,105	50,000.00	24.4782%
2	广州城启	49,373.7464	37,747,512	-	2.5824%
3	广州富力	48,291.0104	36,919,732	-	2.5258%
4	北京中邮	25,055.9229	19,155,904	-	1.3105%
5	广州白云	20,630.8027	15,772,784	-	1.0791%
6	广州金控	15,085.2565	11,533,070	-	0.7890%
合计		<b>576,438.3611</b>	<b>440,702,107</b>	<b>50,000.00</b>	<b>32.7650%</b>

资料来源：越秀金控于 2017 年 10 月 26 日发布的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）修订稿》。

越秀金控本次交易拟向广州越企发行股份募集配套资金，配套资金总额不超过 5.28 亿元，不超过本次交易总金额的 100%，其中 5 亿元用于支付收购标的资产的现金对价，剩余 2,800 万元用于支付相关中介机构费用及发行费用等，不足部分由越秀金控以自有资金支付。

本次交易前，越秀金控通过全资子公司广州越秀金控持有广州证券 67.235% 的股权；若本次交易完成后，越秀金控将直接和通过全资子公司广州越秀金控持有广州证券 100% 的股权。截至 2017 年 12 月 8 日，越秀金控发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项尚未完成，中诚信国际将持续关注本次收购事项的进展情况。

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 月完成创兴银行收购，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 2016 年末及 2017 年 6 月末，创兴银行客户存款总额分别为 1,028.81 亿港元和 1,110.31 亿港元，客户贷款总额分别为 706.89 亿港元和 773.72 亿港元，贷款对存款比例<sup>2</sup>分别为 67.40% 和 68.88%，资产总

额分别为 1,377.72 亿港元和 1,477.97 亿港元，一级资本比例分别为 14.16% 和 13.94%；2016 年及 2017 年 1~6 月，创兴银行分别实现利息收入 30.01 亿港元和 17.98 亿港元，费用及佣金等收入 3.44 亿港元和 1.94 亿港元。

融资租赁业务方面，由越秀租赁负责运营，截至 2017 年 9 月末，越秀租赁注册资本为 44.2 亿港元，截至 2017 年 6 月末，越秀租赁总资产 239.12 亿港元，其中应收融资租赁款净值 235.97 亿港元，占总资产的 98.13%。2017 年 1~6 月，越秀租赁实现营业收入 6.19 亿港元，净利润 1.90 亿港元。

产业基金方面，越秀产业基金成功发起设立广州国资国企创新投资基金，规模 26.10 亿港元，发起人包括 14 家广州市属国企。截至 2017 年 6 月末，越秀产业基金总资产为 3.25 亿港元，净资产为 2.32 亿港元。越秀产业基金收入主要来源于管理基金的管理费收入、业绩提成以及自有资金投资的投资收益。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，越秀产业基金分别实现营业收入（含管理费和投资收益）1.78 亿港元、1.78 亿港元、2.00 亿港元和 0.93 亿港元，其中，管理费收入分别为 1.67 亿港元、1.71 亿港元、0.90 亿港元和 0.52 亿港元，投资收益分别为 0.11 亿港元、0.07 亿港元、0.96 亿港元和 0.40 亿港元。2014 和 2015 年，越秀产业基金收入主要来源于管理费收入，管理费收入占比分别为 93.93% 和 95.88%，2016 年以来，随着退出项目的增加，越秀产业基金确认的投资收益逐渐增加。

<sup>2</sup> 根据创新银行公开披露数据：贷款对存款比例 = (客户存款 - 贸易票据) / (客户

存款 + 存款证)。

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，初始注册资本为 30 亿元。目前，广州资产管理有限公司已成立，越秀金控持股 38%。业务规划方面，明确“2+X”的业务格局，夯实传统收包业务和投资业务两大基础业务，借力基金子公司撬动社会资源，积极探索债转股、投融资、协同等领域。区域战略方面，第一阶段以珠三角、大湾区为核心；第二阶段构建专业化处置能力后，探索泛珠三角城市群和省外核心城市群。截至 2017 年 6 月末，广州资产总资产为 39.2 亿元，2017 年 1~6 月，实现营业收入 850 万元，净利润 812 万元，未来随着广州资产业务的不断拓展，收入和利润规模会有所增加，该业务将成为公司金融板块收入的重要增长点。

总体来看，公司金融板块已形成了以证券和银行为核心的业务模式，并逐步完成全金融产业链布局。未来，随着广州证券剩余股份购买事项完成，且各项类金融业务的快速发展，公司在金融板块的实力将不断增强。

## 交通基建业务

越秀交通是交通基建板块业务的运营主体，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。截至 2017 年 6 月末，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 638.70 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 7 年，其余剩余经营年限均在 10 年以上，未来一定时期收入较有保障。

2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，交通基建板块整体业务收入规模小幅提升，公司交通基建板块分别实现营业收入 18.94 亿元、22.76 亿元、25.42 亿元和 12.10 亿元。

表 12: 截至 2017 年 6 月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
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
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>	--	--	--

资料来源：公司提供

具体来看，目前公司经营的虎门大桥、广州北二环高速、广州北环高速、清连高速系较为成熟路桥，经营状况较好，是交通基建板块稳定利润的主要来源，2017 年 1~6 月，该四个项目日均路费收入分别为 210.4 万元、152.6 万元、101.9 万元和 101.9

万元。

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，各收费项目均出现不同程度的下降。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 13： 2016 年及 2017 年 1~6 月公司投资经营的公路和桥梁情况

投资分类	日均收费车流量(万辆/天)		日均路费收入(千元/天)		每辆加权平均路费收入(元)	
	2016 年	2017 年 1~6 月	2016 年	2017 年 1~6 月	2016 年	2017 年 1~6 月
广州北二环高速	19.42	21.56	2,844	1,526	14.60	14.30
陕西西临高速	4.42	--	741	--	16.80	--
广西苍郁高速	1.10	1.29	235	115	21.30	17.80
天津津保高速	2.70	2.41	269	118	10.00	10.00
湖北汉孝高速	2.38	2.67	424	227	17.80	17.10
湖南长株高速	2.06	2.05	617	282	30.00	27.80
河南尉许高速	1.72	2.23	768	414	44.70	37.50
湖北随岳南高速	1.63	1.95	1,151	605	70.60	62.50
广州西二环高速	5.86	6.46	1,074	562	18.30	17.50
虎门大桥	10.74	11.50	4,070	2,104	37.90	36.69
广州北环高速	30.71	31.69	2,027	1,019	6.60	6.50
汕头海湾大桥	2.64	2.54	800	326	30.40	25.90
清连高速	3.68	4.14	1,835	1,019	49.90	49.70

注：陕西西临高速 2016 年 9 月 31 日经营期结束，已按协议移交政府，2016 年数据均为前三季度数据。

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。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，日常保养分别为 4,130.82 万元、4,425.75 万元、3,619.53 万元和 1,329.40 万元，同期，专项养护费用分别为以及 4,960.38 万元、8,887.56 万元、7,468.17 万元和 427 万元。2015 年有关部门对全国公路进行大检查，越秀交通加大了养护费用投入，各路段均进行了大修工程，额外发生大修费用 18,672.52 万元，导致 2015 年养护总支出大幅增加。2015 年各项大修工程基本完成后，越秀交通预计未来日常保养和专项养护费用不会大幅增加。

总体而言，公司交通基建业务区域分布较广，该业务实现收益的稳定性较好，收入规模呈稳步增长趋势。未来，公司计划扩建广州北二环高速，截至 2017 年 9 月末，广州北二环高速扩建项目仍处于立项阶段。随着广州北二环高速项目扩建完成，

且其余高速等项目逐渐进入成熟阶段，交通基建板块收入具有一定的增长空间。

## 其他业务

除三大核心业务之外，公司的营业收入中还包括造纸及其他业务，其中其他业务系自身较为零散的项目，包括少量大厦物业、香港隧道经营权和外贸业务等。

公司的造纸业务主要由造纸集团运作，造纸集团主要从事新闻纸和涂布纸的产销业务，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。受行业景气度较低影响，造纸板块整体业务规模呈现下降趋势，2014~2016 年以及 2017 年 1~6 月分别实现营业收入 19.41 亿元、18.94 亿元、19.73 亿元和 9.91 亿元。

表 14: 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月公司造纸板块情况

产品	2014		2015		2016		2017.1~6	
	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)	产量 (万吨)	收入 (亿元)
新闻纸	46.43	16.21	43.92	15.72	40.37	13.54	17.13	6.94
涂布纸	5.16	0.02	--	--	--	--	--	--
其他	--	3.18	--	3.22	--	6.19	5.16	2.97
合计	--	19.41	--	18.94	--	19.73	22.29	9.91

资料来源：公司提供

总体而言，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，造纸及其他业务对公司收入规模及利润的贡献作用较为有限。

## 管 理

### 产权状况

广州市人民政府是公司的唯一出资人，其授权广州市国资委履行出资人职责。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本为 101.86 亿元，实收资本为 112.69 亿元，广州市国资委持股比例为 100%。截至 2017 年 9 月末，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、广州越秀企业集团有限公司、广州越秀金融控股集团股份有限公司和广州市佰城投资发展有限公司（以下简称“佰城投资”）。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。

### 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、资本经营部、工会、财务部、审计部、纪检监察部、安全监督部、信息中心、法律事务部等职能部门，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，由审计部牵头，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 2 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

“十三五”期间，公司的整体发展规划为：做稳做强做大金融、做强做优地产、稳定发展交通基建、风控能力到位，将公司打造为创新驱动、产融结合、具有强大投融资能力和核心竞争力的国际化企业集团。具体而言，在金融板块，公司未来仍将以银行、证券业务为核心，同时注重发展融资租赁、资产管理、产业基金等业务，依托多元化的金融业务品种，打造以粤港澳为核心、辐射全国的金融平台。在地产板块，公司将继续实行住宅地产和商业地产

并重的发展策略，通过加强项目管理等方式实现其成本控制和收益率目标，保持该板块的良性、平稳发展。交通基建板块未来将继续发挥稳定器的作用，将持续为公司贡献稳定的收入和利润来源。

此外，公司将在发展现有金融、地产、交通基建等核心业务的基础上，探索战略性新产业的发展机会。风险控制方面，公司将继续推进全员风控，让每个职能部门参与公司的风险管理。

## 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 2014~2016 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2017 年三季度财务报表。各期财务报告均采用新会计准则。

## 资本结构

随着公司各版块业务的稳步发展，公司资产规模不断增大，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司总资产分别为 2,776.35 亿元、3,420.75 亿元、3,739.50 亿元和 4,083.45 亿元。从资产结构来看，公司流动资产占比波动下降，截至 2017 年 9 月末，公司流动资产和非流动资产规模相当，分别占总资产的比重为 49.81% 和 50.19%。

流动资产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司流动资产分别为 1,447.95 亿元、1,718.45 亿元、1,882.58 亿元和 2,033.97 亿元，占总资产的比重分别为 52.15%、50.24%、50.34% 和 49.81%。公司流动资产以存货、货币资金和买入返售金融资产和其他流动资产为主。存货方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司存货分别为 618.01 亿元、656.66 亿元、723.56 亿元和 693.67 亿元，主要为公司房地产开发建设项目相关成本。货币资金方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司货币资金余额分别为 501.20 亿元、570.67 亿元、679.28 亿元和 621.76 亿元。截至 2016 年末，公司货币资金受限金额为 6.20 亿元。买入返售金融资产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司买入返售金融资产分别为 9.96 亿元、18.26 亿元、99.94 亿元和

124.30 亿元，2016 年以来，该科目金额大幅增加主要系持有证券类资产大幅增加所致。其他流动资产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司其他流动资产分别为 39.79 亿元、83.29 亿元、93.08 亿元和 109.77 亿元，主要系融出资金、证券及其衍生品交易保证金和购买的银行理财产品等。此外，近年来，公司预付款项和其他应收款波动较大，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司预付款项分别为 111.78 亿元、130.06 亿元、55.39 亿元和 117.44 亿元，主要是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；同期，其他应收款分别为 34.87 亿元、46.42 亿元、81.42 亿元和 115.12 亿元，近年来，关联方往来款的增加使得公司其他应收款快速上升。

非流动资产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司非流动资产分别为 1,328.40 亿元、1,702.30 亿元、1,856.92 亿元和 2,049.49 亿元。公司非流动资产主要为发放贷款及垫款。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司发放贷款及垫款余额分别为 456.55 亿元、532.91 亿元、634.16 亿元和 694.74 亿元。公司的贷款和垫款业务主要为企业的贷款、贴现等业务，涉及房地产业、金融保险业等多个行业。此外，公司非流动资产中占比较大的科目还包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、长期应收款和无形资产。可供出售金融资产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司可供出售金融资产分别为 203.40 亿元、365.31 亿元、360.85 亿元和 412.97 亿元，主要系可供出售的债券、权益工具、集合资产管理计划等。长期股权投资方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司长期股权投资分别为 104.45 亿元、123.21 亿元、152.68 亿元和 169.17 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。投资性房地产方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司投资性房地产分别为 142.37 亿元、158.47 亿元、161.62 亿元和 161.98 亿元，投资性房地产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，以及公允价值变动所致。长期应收款方面，

2014~2016年以及2017年9月末，公司长期应收款余额分别为81.32亿元、115.87亿元、167.03亿元和252.95亿元，主要系长期应收融资租赁款项，2016年以来，随着越秀租赁对主业发展的积极推动，公司租赁资产规模快速扩大。无形资产方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司无形资产分别为143.35亿元、201.70亿元、201.82亿元和198.66亿元，主要系公路经营权。

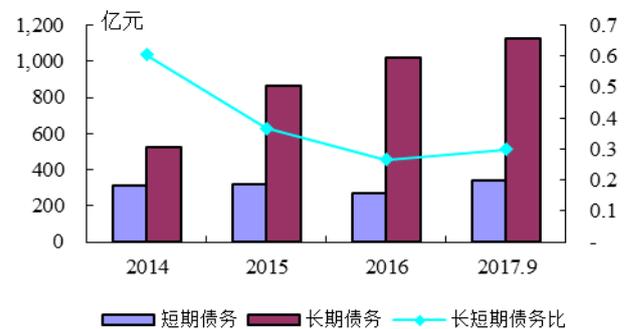
负债方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司总负债分别为2,268.64亿元、2,894.17亿元、3,074.01亿元和3,403.39亿元。从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2014~2016年以及2017年9月末，公司流动负债分别为1,545.17亿元、1,863.68亿元、1,962.72亿元和2,182.77亿元，占总负债的比重分别为68.11%、64.39%、63.85%和64.14%。公司流动负债主要由吸收存款及同业存放为主，2014~2016年以及2017年9月末，该科目余额分别为654.36亿元、863.03亿元、913.80亿元和1,019.58亿元。此外，公司流动负债中短期借款、预收款项、卖出回购金融资产款和其他应付款占比较大。短期借款方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司短期借款余额分别为240.79亿元、163.95亿元、144.81亿元和180.97亿元，主要系公司信用借款和保证借款。预收款项方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司预收款项分别为127.06亿元、147.98亿元、178.96亿元和177.04亿元，主要系公司房地产业务的预收款项。卖出回购金融资产款方面，2014~2016年以及2017年9月末，其分别为141.57亿元、133.10亿元、163.22亿元和218.64亿元，主要系公司卖出回购的证券。其他应付款方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司其他应付款<sup>3</sup>分别为85.52亿元、107.06亿元、164.67亿元和139.30亿元，主要系公司的往来款。

非流动负债方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司非流动负债分别为723.47亿元、1,030.49亿元、1,111.29和1,220.62亿元，占总负债的比重分别为31.89%、35.61%、36.15%和35.86%。公司非流动负债以长期借款和应付债券为主。长期借款

方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司长期借款余额<sup>4</sup>分别为373.67亿元、527.97亿元、534.69亿元和615.27亿元。应付债券方面，2014~2016年以及2017年9月末，公司应付债券分别为148.23亿元、335.81亿元、486.98亿元和510.93亿元。

债务规模方面，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。2014~2016年以及2017年9月末，公司总债务分别为837.26亿元、1,180.15亿元、1,292.98亿元和1,483.29亿元。债务结构方面，公司债务结构以长期债务为主，2014~2016年以及2017年9月末，公司长期债务分别为521.89亿元、863.77亿元、1,021.67亿元和1,126.20亿元。同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.60倍、0.37倍、0.27倍和0.32倍，债务结构不断优化。

图 12: 2014~2016年及2017年9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，2014~2016年以及2017年9月末，公司所有者权益合计分别为507.71亿元、526.58亿元、665.48亿元和680.07亿元。其中，实收资本分别为101.86亿元、112.69亿元、112.69亿元和112.69亿元；2015年末，公司实收资本增加10.83亿元，为公司根据广州市国资委相关文件将收到的财政局拨款增加资本金款项。同期，公司资本公积分别为85.81亿元、86.71亿元、93.25亿元和145.82亿元，2016年末及2017年9月末，公司资本公积明显增加，主要系广州市国资委将持有的

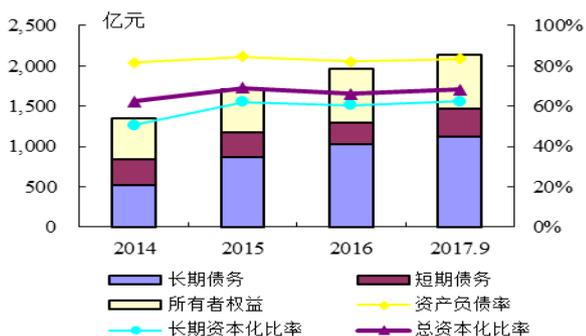
<sup>3</sup>中诚信国际将各期的其他应付款中有息债务调整至短期借款。

<sup>4</sup>中诚信国际将各期的长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期借款。

越秀金控 12.56%和 41.69%股权划转至公司所致。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司未分配利润分别为 35.08 亿元、1.93 亿元、4.35 亿元和 4.75 亿元。2015 年末，公司未分配利润大幅下降主要系公司分配现金股利所致。此外，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司少数股东权益分别为 283.23 亿元、320.62 亿元、455.81 亿元和 414.27 亿元。2016 年公司少数股东权益增幅较大主要系越秀金控股权划转事项所致，2017 年 9 月末少数股东权益的下降主要系公司持有越秀金控股权上升所致。

负债率方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，公司资产负债率分别为 81.71%、84.61%、82.20%和 83.35%；同期，总资本化比率分别为 62.25%、69.15%、66.02%和 68.56%。

图 13：2014~2016 年及 2017 年 9 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，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司总资产分别为 275.28 亿元、357.62 亿元、365.74 亿元和 495.07 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构成。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司长期股权投资分别为 147.15 亿元、187.15 亿元、238.16 亿元和 290.17 亿元。截至 2016 年末，母公司长期股权投资主要系对子公司广州越企、越秀企业（集团）有限公司和佰城投资的股权投资。2016 年末，母公司较 2015 年末新增长期股权投资金额 51.01 亿元，主要系新增股权投资大干围房地产项目公司和越秀金控股权划转事项所致，2017 年 9 月末母公司长期股权投资的增加主要系越秀金控 41.69%股权划转所致。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司其他应收款分别为 81.25 亿元、123.84 亿元、102.19

亿元和 175.07 亿元，主要系对集团内关联方的往来款。截至 2016 年末，母公司其他应收款主要系与武汉康景实业投资有限公司、越秀企业（集团）有限公司、造纸股份等企业的内部往来款项。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司货币资金分别为 41.65 亿元、14.81 亿元、15.34 亿元和 27.60 亿元。

2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司总负债分别为 132.98 亿元、250.80 亿元、268.23 亿元和 355.46 亿元，负债增长较快，主要由于母公司对外融资力度增强所致。近两年母公司应付债券金额增长迅速。2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司应付债券余额分别为 28.00 亿元、117.65 亿元、177.55 亿元和 197.55 亿元。2015 年，公司新发行公司债券 90 亿元，包括 75 亿元的“15 广越 01”和 15 亿元的“15 广越 02”；2016 年，公司新发行二期公司债券合计 60 亿元，包括 20 亿元的“16 广越 01”、10 亿元的“16 广越 02”、15 亿元的“16 广越 03”和 15 亿元的“16 广越 04”；2017 年 1~9 月，公司新发行“17 越秀集团 MTN001”20.00 亿元和“17 越秀集团 SCP001”20 亿元。同期，母公司长期借款分别为 5.45 亿元、17.19 亿元、20.00 亿元和 30.00 亿元，规模亦快速增长。此外，近年来，母公司口径其他应付款波动较大，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司其他应付款分别为 6.34 亿元、18.54 亿元、7.29 亿元和 57.28 亿元，2017 年 1~9 月，对集团内关联方资金拆借的增加使得其他应付款金额大幅上升。

2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司所有者权益合计分别为 142.30 亿元、106.82 亿元、97.51 亿元和 139.61 亿元。其中，实收资本分别为 101.86 亿元、112.69 亿元、112.69 亿元和 112.69 亿元；同期，母公司资本公积分别为 63.89 亿元、63.89 亿元、78.90 亿元和 130.91 亿元；未分配利润分别为 -23.45 亿元、-69.76 亿元、-94.08 亿元和 -103.99 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。

2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司资产

负债率分别为 48.31%、70.13%、73.34% 和 71.80%；同期总资本化比率分别为 46.84%、68.27%、72.46% 和 67.91%。近年来，均呈现快速波动增长趋势，主要系债务增速较快及利润分配导致所有者权益合计持续下降所致。

从债务规模来看，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，母公司总债务分别为 125.39 亿元、229.84 亿元、256.55 亿元和 295.49 亿元，债务增长迅速主要是应付债券增加所致。债务结构方面，2014~2016 年以及 2017 年 9 月末，长短期债务比分别为 2.75 倍、0.70 倍、0.30 倍和 0.30 倍，债务结构逐步优化，以长期债务为主。

总体来看，随着公司业务的快速扩张，公司资产和负债规模均呈现较快增长，债务结构以长期为主，符合公司的业务模式；但中诚信国际也关注到公司资产负债率较高，母公司资产负债率上升迅速。

## 盈利能力

公司收入来源包括房地产销售收入、交通板块

表 15：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司收入和毛利率情况（亿元，%）

项目名称	2014		2015		2016		2017.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产收入	157.74	32.38	224.01	26.97	226.13	22.23	182.97	28.10
交通基建收入	18.94	66.86	22.76	69.24	25.42	68.50	19.46	73.20
金融收入	37.02	99.55	58.63	99.74	56.77	99.41	37.21	98.36
造纸收入	19.41	10.44	18.94	12.08	19.73	9.72	15.84	10.56
其他收入	13.67	11.78	13.32	15.28	13.17	31.92	19.74	20.33
<b>合计/综合</b>	<b>246.78</b>	<b>42.24</b>	<b>337.64</b>	<b>41.16</b>	<b>341.22</b>	<b>38.17</b>	<b>275.21</b>	<b>39.22</b>

注：1、表中毛利率使用营业总收入（含利息收入，手续费及佣金收入）计算得出；2、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

营业毛利率方面，公司房地产、交通、金融等核心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年度波动。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司营业毛利率分别为 42.24%、41.16%、38.17% 和 39.22%，处于较高水平。

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。2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司期间用费分别为 64.79 亿元、87.04

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。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司营业总收入分别为 246.78 亿元、337.64 亿元、341.22 亿元和 275.21 亿元。房地产收入是公司营业总收入的最主要构成，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，房地产收入分别为 157.74 亿元、224.01 亿元、226.13 亿元和 182.97 亿元，整体呈现逐年上升趋势。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司交通基建收入分别为 18.94 亿元、22.76 亿元、25.42 亿元和 19.46 亿元，整体收入稳定。同期，公司金融业务收入分别为 37.02 亿元、58.63 亿元、56.77 亿元和 37.21 亿元，2017 年以来，受证券市场行情影响，公司金融业务收入有所下降，为了维持营业总收入的稳定，公司大力发展地产板块，地产板块收入规模进一步增加。2017 年 1~9 月，公司实现其他收入 19.74 亿元，主要系百货业务收入，由于百货业务板块于 2016 年下半年纳入合并报表，故 2017 年 1~9 月其他业务收入高于 2016 年全年收入水平。

亿元、80.15 亿元和 70.20 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，公司管理费用呈现上升趋势，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司管理费用分别为 35.74 亿元、45.84 亿元、46.58 亿元和 34.59 亿元；而债务规模的扩大使得公司财务费用保持较大规模，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司财务费用分别为 20.93 亿元、32.11 亿元、23.56 亿元和 27.26 亿元。2015 年汇兑净损失较大导致财务费用大幅增加。2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司三费收

入占比分别为 26.25%、25.78%、23.49% 和 25.51%，处于较高水平，公司三费控制能力有待进一步增强。

表 16：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司期间费用情况

项目名称	2014	2015	2016	2017.1~9
销售费用 (亿元)	8.12	9.09	10.01	8.34
管理费用 (亿元)	35.74	45.84	46.58	34.59
财务费用 (亿元)	20.93	32.11	23.56	27.26
三费合计 (亿元)	64.79	87.04	80.15	70.20
营业总收入 (亿元)	246.78	337.64	341.22	275.21
三费收入占 比 (%)	26.25	25.78	23.49	25.51

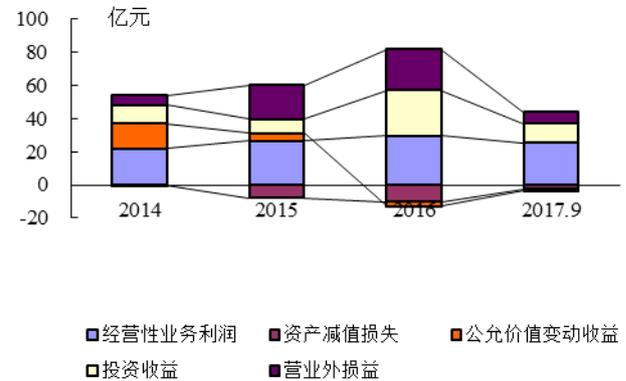
资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司分别实现利润总额为 53.96 亿元、52.14 亿元、68.84 亿元和 40.38 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润<sup>5</sup>、投资收益和营业外损益构成。2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司经营性业务利润分别为 21.91 亿元、26.63 亿元、29.72 亿元和 25.46 亿元。同期，公司投资收益分别为 11.41 亿元、8.48 亿元、27.43 亿元和 11.60 亿元，2016 年，公司投资收益大幅增加主要系出售广州越秀金控股权及越秀地产出售项目公司所致。2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司营业外损益分别为 5.77 亿元、20.25 亿元、24.50 亿元和 6.93 亿元。2015 年和 2016 年，营业外损益大幅增加主要系下属子公司造纸集团有限公司确认拍卖土地收入所致。此外，2014 及 2015 年，公司持有的按照公允价值计量的房屋及建筑物公允价值的上升使得公司分别确认公允价值收益 14.89 亿元和 4.67 亿元。2015 年和 2016 年，公司确认的资产减值损失较大，分别为-7.93 亿元和-10.28 亿元，2015 年，对机器设备计提减值准备 1.96 亿元，对公路经营权计提减值准备 2.66 亿元，同时，公司收购原天源证券 16 家营业部时形成的商誉出现了减值迹象，计提了商誉减值

<sup>5</sup> 经营性业务利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-三费支出。

准备 1.86 亿元；2016 年，公司对机器设备计提 8.83 亿元的减值准备。

图 14：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

从母公司利润总额来看，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，母公司利润总额分别为-5.91 亿元、4.60 亿元、-4.81 亿元和-5.81 亿元。其中 2015 年利润总额为正主要系营业收入大幅增加。母公司营业收入主要来自于担保费收入及资金占用费收入，整体规模较小，2014~2016 年，母公司营业总收入分别为 0.05 亿元、12.75 亿元和 0.07 亿元。2015 年营业总收入主要来自担保费收入 1.18 亿元和资金占用费收入 11.57 亿元，其中，资金占用费主要系母公司集中确认下属子公司资金占用费收入所致。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呈亏损，进而导致利润总额为负。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環慧富房地产开发有限公司股权款的违约金。

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，公司整体盈利能力较强；但母公司盈利能力偏弱。

## 现金流

经营活动方面，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，公司经营活动净现金流分别为-29.16 亿元、-15.64 亿元、-33.14 亿元和-130.78 亿元，均表现为净流出主要由于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,此外,2017年,金融板块扩大业务投放量使得经营活动净现金流出规模较大。从收现比<sup>6</sup>来看,2014~2016年以及2017年1~9月,公司收现比分别为0.96倍、0.94倍、1.21倍和1.79倍,主营业务收现能力强。

投资活动方面,2014~2016年以及2017年1~9月,公司投资活动净现金流分别为21.54亿元、-73.54亿元、199.35亿元和-65.76亿元。2016年,投资活动净现金流由负转正,变动较大,主要系收到出售广州越秀金控款项所致。

筹资活动方面,2014~2016年以及2017年1~9月,公司筹资活动净现金流分别为307.14亿元、141.51亿元、-56.58亿元和214.11亿元。公司筹资活动现金流入主要为各金融机构的借款,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利息支出增加以及上缴国资收益所致。2017年1~9月,公司较大的融资力度及偿还债务金额的下降使得筹资活动现金流入大幅增加。

**表 17: 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司现金流分析(亿元)**

项目名称	2014	2015	2016	2017.9
经营活动产生现金流入	583.94	637.78	566.00	605.94
经营活动产生现金流出	613.09	653.41	599.14	736.72
经营活动净现金流	-29.16	-15.64	-33.14	-130.78
投资活动产生现金流入	217.31	253.52	311.96	88.38
投资活动产生现金流出	195.77	327.06	112.60	154.14
投资活动净现金流	21.54	-73.54	199.35	-65.76
筹资活动产生现金流入	666.94	736.51	846.40	647.06
其中:吸收投资所收到的现金	64.06	26.44	0.04	--
借款所收到的现金	494.76	567.21	719.47	644.33
筹资活动产生现金流出	359.79	595.00	902.99	432.94
其中:偿还债务所支付的现金	266.94	403.39	724.64	367.92
筹资活动净现金流	307.14	141.51	-56.58	214.11
现金及现金等价物净增加额	300.06	53.39	109.78	19.47

资料来源:公司财务报告

从母公司口径来看,2014~2016年以及2017

年1~9月,母公司经营活动净现金流分别为-9.23亿元、-2.06亿元、-39.05亿元和31.55亿元,2014~2016年母公司经营活动净现金流为负主要系与子公司等企业的资金往来导致经营活动现金流出较大所致。2017年1~9月,往来款流入的增加使得经营活动净现金流由负转正。2014~2016年,母公司投资活动净现金流分别为-8.60亿元、-52.08亿元、45.71亿元和-29.78亿元,2015年母公司投资活动净现金流为负主要由于母公司收购股权及通过委托贷款等形式下调资金支持子公司业务。2016年母公司投资活动净现金流由负转正主要系公司处置长期资产及收回委托贷款所致。2017年1~9月,公司收购广晟三条高速公路导致投资支付的现金大幅上升至30亿元,使得投资活动净现金流由正转负,截至2017年9月末,高速公路收购尚未完成。2014~2016年以及2017年1~9月,母公司筹资活动净现金流分别为41.03亿元、27.31亿元、-6.14亿元和10.49亿元。2016年母公司筹资活动净现金流由正转负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一直表现为净流出状态。2016年,公司投资活动力度有所减弱。

## 偿债能力

2014~2016年以及2017年9月末,公司总债务分别为837.26亿元、1,180.15亿元、1,292.98亿元和1,483.29亿元,债务结构以长期债务为主。2014~2016年,公司EBITDA分别为83.08亿元、86.85亿元和107.33亿元;总债务/EBITDA分别为10.08倍、13.59倍和12.05倍,EBITDA对总债务的覆盖能力有所减弱。同期,EBITDA利息保障系数分别为2.58倍、2.36倍和2.41倍,EBITDA可完全覆盖利息支出。此外,由于经营活动净现金流持续为负,无法覆盖债务本息。

**表 18: 2014~2016 年及 2017 年 9 月公司偿债能力分析**

偿债指标	2014	2015	2016	2017.9
EBITDA(亿元)	83.08	86.85	107.33	--
经营活动净现金流(亿元)	-29.16	-15.64	-33.14	-130.78
总债务(亿元)	837.26	1,180.15	1,292.98	1,483.29
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	-0.01	-0.03	--

<sup>6</sup> 收现比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入。

经营活动净现金流利息保障系数(X)	-0.91	-0.42	-0.74	-3.82
总债务/EBITDA(X)	10.08	13.59	12.05	--
EBITDA 利息保障系数(X)	2.58	2.36	2.41	--

数据来源：公司财务报告

从母公司口径来看，母公司总债务增长迅速，2014~2016年及2017年9月末，母公司总债务分别为125.39亿元、229.84亿元、256.55亿元和295.49亿元。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 对债务本息的覆盖债务较弱。2015~2016年，EBITDA 利息保障倍数分别为1.62倍和0.60倍。同时，2014~2016年，母公司经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息，2017年1~9月，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4.07倍。

表 19：2014~2016 年及 2017 年 9 月母公司偿债能力分析

偿债指标	2014	2015	2016	2017.9
EBITDA(亿元)	-1.07	12.13	7.09	--
经营活动净现金流(亿元)	-9.23	-2.06	-39.05	31.55
总债务(亿元)	125.39	229.84	256.55	295.49
经营净现金流/总债务(X)	-0.07	-0.01	-0.15	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-1.91	-0.27	-3.29	4.07
总债务/EBITDA(X)	-116.77	18.96	36.21	--
EBITDA 利息保障系数(X)	-0.22	1.62	0.60	--

数据来源：公司财务报告

债务到期分布方面，2018年为公司本部还款高峰，偿债压力较大，中诚信国际将持续关注公司债务偿还情况。

表 20：截至 2017 年 9 月末公司本部到期债务分布（亿元）

年份	2017.10~12	2018	2019	2020	2021 及以后
金额	0.00	162.95	10.00	43.00	80.00

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至2017年9月末，公司及其下属子公司取得银行授信额度合计为3,105.86亿元，其中，尚未使用额度为2,173.83亿元，流动性充足。

对外担保方面，截至2017年9月末，公司对外担保金额为4.95亿元，主要系对江门市蓬江区碧桂园房地产开发有限公司及广州中耀实业投资有限公司的担保。

受限资产方面，截至2017年9月末，公司受限资产合计664.65亿元，占总资产的比重为16.28%，涉及存货、无形资产、长期应收款、可供出售金融资产等。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至2017年12月7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房地产业务政策调控风险、负债压力较大等因素对公司未来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2018年度第一期绿色中期票据”的信用等级为AAA。

## 中诚信国际关于广州越秀集团有限公司 2018 年度第一期绿色中期票 据的跟踪评级安排

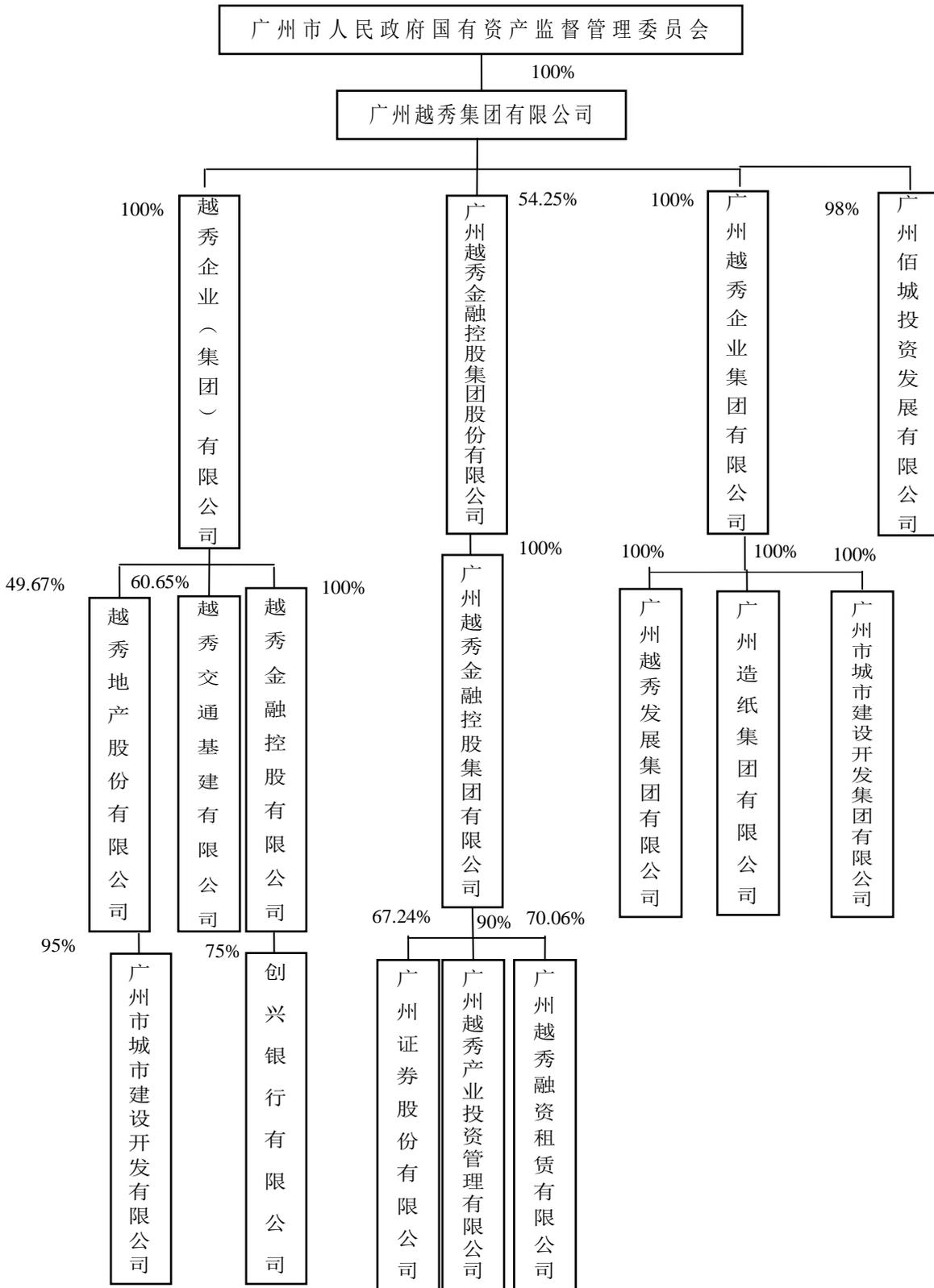
根据国际惯例和主管部门的要求,我公司将在本期中期票据的存续期内对本期中期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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的重大事件,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,及时对该事项进行分析,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

2017 年 12 月 27 日

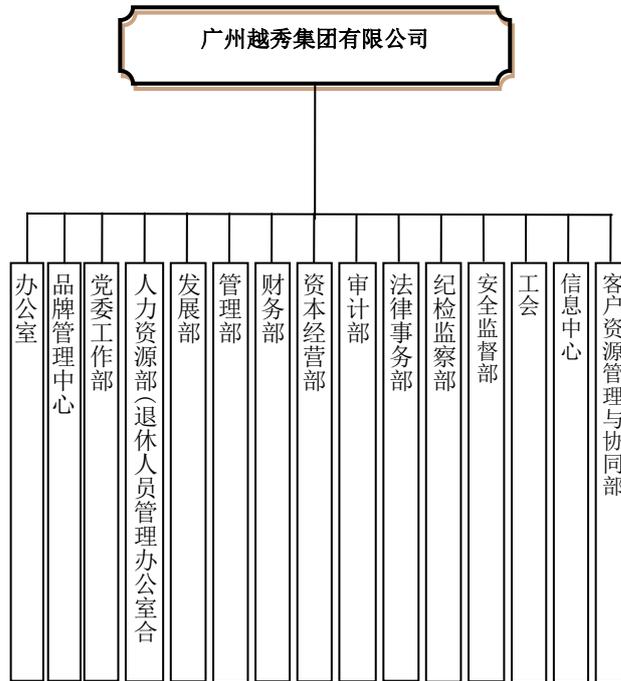
附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月末）



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 2017 年 9 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)	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	5,012,011.70	5,706,727.90	6,792,824.48	6,217,632.48
交易性金融资产	75,340.47	440,997.44	434,918.12	712,118.97
应收账款净额	103,102.60	171,950.58	112,266.64	156,554.64
其他应收款	348,683.02	464,181.25	814,239.65	1,151,232.83
存货净额	6,180,129.76	6,566,632.44	7,235,631.41	6,936,654.35
可供出售金融资产	2,033,984.19	3,653,082.22	3,608,547.34	4,129,747.45
长期股权投资	1,044,473.98	1,232,133.68	1,526,788.41	1,691,654.07
固定资产	849,120.81	763,887.83	724,963.07	709,956.48
在建工程	101,688.82	123,115.78	145,382.25	134,285.22
无形资产	1,433,545.05	2,017,000.10	2,018,207.84	1,986,594.95
总资产	27,763,530.27	34,207,524.94	37,394,971.88	40,834,543.80
其他应付款	855,166.10	1,070,588.35	1,646,733.28	1,392,969.43
短期债务	3,153,690.44	3,163,730.29	2,713,124.60	3,570,905.03
长期债务	5,218,928.35	8,637,749.52	10,216,720.29	11,262,041.43
总债务	8,372,618.79	11,801,479.82	12,929,844.90	14,832,946.46
净债务	3,360,607.09	6,094,751.91	6,137,020.41	8,615,313.98
总负债	22,686,404.79	28,941,711.41	30,740,134.21	34,033,881.26
财务性利息支出	207,210.86	248,747.61	272,643.40	239,643.89
资本化利息支出	114,800.00	119,509.84	172,705.19	102,435.24
实收资本	1,018,551.84	1,126,851.84	1,126,851.84	1,126,851.84
少数股东权益	2,832,329.65	3,206,246.46	4,558,086.60	4,142,701.38
所有者权益合计	5,077,125.48	5,265,813.53	6,654,837.67	6,800,662.54
营业总收入	2,467,797.94	3,376,435.33	3,412,214.19	2,752,129.97
三费前利润	866,979.62	1,136,716.36	1,098,694.70	956,597.61
营业利润	481,935.74	318,886.26	443,358.28	334,526.57
投资收益	114,050.60	84,841.55	274,274.55	116,020.76
营业外收入	61,019.93	204,525.53	284,418.60	72,856.71
净利润	354,213.70	340,471.71	426,284.02	241,869.13
EBIT	746,828.76	770,179.06	961,013.35	643,437.30
EBITDA	830,765.37	868,490.14	1,073,297.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,360,337.14	3,189,236.58	4,131,899.04	4,930,179.11
收到其他与经营活动有关的现金	1,142,232.77	1,046,067.96	991,320.11	1,123,051.23
购买商品、接受劳务支付的现金	3,429,713.37	3,635,464.99	3,317,154.81	5,587,805.45
支付其他与经营活动有关的现金	910,870.36	1,057,514.74	647,637.12	987,375.01
吸收投资收到的现金	640,559.00	264,440.37	372.50	0.00
资本支出	78,691.89	97,565.62	36,419.71	31,562.32
经营活动产生现金净流量	-291,586.20	-156,360.89	-331,390.34	-1,307,820.98
投资活动产生现金净流量	215,403.90	-735,391.77	1,993,515.81	-657,605.11
筹资活动产生现金净流量	3,071,440.74	1,415,080.60	-565,817.68	2,141,143.27
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率(%)	42.24	41.16	38.17	39.22
三费收入比(%)	26.25	25.78	23.49	25.51
总资产收益率(%)	3.47	2.49	2.68	--
流动比率(X)	0.94	0.92	0.96	0.93
速动比率(X)	0.54	0.57	0.59	0.61
资产负债率(%)	81.71	84.61	82.20	83.35
总资本化比率(%)	62.25	69.15	66.02	68.56
长短期债务比(X)	0.60	0.37	0.27	0.32
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	-0.01	-0.03	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.09	-0.05	-0.12	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.91	-0.42	-0.74	-3.82
总债务/EBITDA(X)	10.08	13.59	12.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.27	0.40	--
货币资金/短期债务(X)	1.59	1.80	2.50	1.74
EBITDA 利息倍数(X)	2.58	2.36	2.41	--

注：1、公司各期财务报告均执行新会计准则；2、公司提供的 2017 年三季度财务报表未经审计；3、中诚信国际将合并口径各期的长期应付款和其他非流动负债中有息债务调整至长期借款，将其他流动负债中带息金额调整至交易性金融负债，将其他应付款中带息金额调整至短期借款；4、因未提供 2017 年三季度合并口径现金流量补充资料，故相关指标失效；5、公司合并口径营业毛利率=（营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-提取保险合同准备金净额-分包费用）/营业总收入。

#### 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)	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	416,466.74	148,144.86	153,355.99	275,954.75
交易性金融资产	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	812,477.52	1,238,384.72	1,021,896.23	1,750,707.37
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	20,000.00	20,000.00
长期股权投资	1,471,458.50	1,871,458.50	2,381,568.28	2,901,661.04
固定资产	299.82	256.69	175.19	114.07
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	142.61	67.00	23.81	23.81
总资产	2,752,788.55	3,576,183.02	3,657,375.53	4,950,748.90
其他应付款	63,413.77	185,359.50	72,905.44	572,830.84
短期债务	919,440.00	949,933.00	590,000.00	679,400.00
长期债务	334,473.50	1,348,450.57	1,975,476.62	2,275,458.14
总债务	1,253,913.50	2,298,383.57	2,565,476.62	2,954,858.14
净债务	837,446.76	2,150,238.71	2,412,120.63	2,678,903.39
总负债	1,329,837.17	2,508,021.17	2,682,271.35	3,554,632.39
财务性利息支出	48,267.67	75,051.50	118,798.77	77,505.69
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,018,551.84	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	1,422,951.38	1,068,161.85	975,104.18	1,396,116.51
营业总收入	508.78	127,473.65	661.44	0.00
三费前利润	480.29	120,339.43	-691.32	-171.25
营业利润	-59,185.32	45,880.62	-23,188.61	-58,147.93
投资收益	0.00	2,174.39	51,687.66	2,235.19
营业外收入	166.28	169.65	7.54	7.07
净利润	-59,136.18	46,045.27	-48,068.44	-58,140.86
EBIT	-10,868.51	121,096.77	70,730.32	19,364.83
EBITDA	-10,738.24	121,252.56	70,855.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金	45.85	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	108,547.40	32,023.13	397,505.60	1,674,444.52
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	192,702.93	46,438.61	786,543.12	1,358,355.98
吸收投资收到的现金	400,000.00	108,300.00	0.00	0.00
资本支出	245.63	37.05	0.00	0.00
经营活动产生现金净流量	-92,272.64	-20,624.14	-390,458.43	315,494.98
投资活动产生现金净流量	-86,045.63	-520,835.12	457,127.85	-297,764.81
筹资活动产生现金净流量	410,337.64	273,142.52	-61,350.39	104,868.58
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	--
三费收入比(%)	11,727.18	60.12	11,215.64	--
总资产收益率(%)	-0.46	3.80	1.96	--
流动比率(X)	1.29	1.47	1.78	1.59
速动比率(X)	1.29	1.47	1.78	1.59
资产负债率(%)	48.31	70.13	73.34	71.80
总资本化比率(%)	46.84	68.27	72.46	67.91
长短期债务比(X)	2.75	0.70	0.30	0.30
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.07	-0.01	-0.15	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.10	-0.02	-0.66	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.91	-0.27	-3.29	4.07
总债务/EBITDA(X)	-116.77	18.96	36.21	--
EBITDA/短期债务(X)	-0.01	0.13	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.45	0.16	0.26	0.41
EBITDA 利息倍数(X)	-0.22	1.62	0.60	--

注：1、公司各期财务报告均执行新会计准则；2、公司提供的 2017 年三季度财务报表未经审计；3、将母公司口径其他流动负债中有息负债调整至交易性金融负债；4、因未提供 2017 年三季度母公司口径现金流量补充资料，故相关指标失效。

## 附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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 /（计入财务费用的利息支出+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。