



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪328号

广州越秀集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州越秀集团有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。





广州越秀集团有限公司 2015年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	广州越秀集团有限公司			
发行规模	“15 广越 01”75 亿元 “15 广越 02”15 亿元			
存续期限	“15 广越 01”2015/09/18-2018/09/18 “15 广越 02”2015/09/18-2020/09/18			
上次评级时间	2015/6/30			
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望 稳定			
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA 评级展望 稳定			

概况数据

越秀集团	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	387.09	507.56	526.58	523.22
总资产（亿元）	1,522.41	2,776.44	3,420.75	3,429.30
总债务（亿元）	665.85	1,639.44	2,173.07	2,111.06
营业收入（亿元）	208.40	246.77	337.64	52.09
营业毛利率（%）	37.25	36.73	34.06	53.11
EBITDA（亿元）	74.47	83.32	86.85	-
净资产收益率（%）	8.28	6.96	6.47	4.99
资产负债率（%）	74.57	81.72	84.61	84.74
总债务/EBITDA（X）	8.94	19.68	25.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.57	2.59	2.36	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年 1 季度净资产收益率指标经年化处理。

分析师

朱洁

zhujie@ccxr.com.cn

许芳芳

ffxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 27 日



基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了广州越秀集团有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）在 2015 年通过积极应对房地产市场政策调整，实现了地产板块合同销售及结算金额的较快增长，并带动公司营收规模提升；同时，继续保持了极强的竞争实力和很强的盈利能力。但是，中诚信证评也关注到公司债务规模持续上升，未来仍存在资本支出压力，房地产业务面临的不确定性，以及转让广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称“越秀金控”）股权及无偿获得广州友谊集团股份有限公司（以下简称“广州友谊”）部分股权转让对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持越秀集团主体信用级别 AAA，评级展望为稳定；维持“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。

正面

- 保持极强的竞争实力。公司系广州市政府直属企业，2015 年末总资产规模进一步上升至 3,420.75 亿元，且旗下拥有的三家上市公司越秀地产、越秀交通和创兴银行运营平稳，公司继续保持了极强的竞争实力。
- 营业收入继续增长。作为公司主要的收入及利润来源，2015 年公司房地产板块经营业绩稳步提升，全年实现合同销售金额 248.53 亿元，较上年同期增长 12.90%；结算金额 213.6 亿元，同比增长 68.1%，且当年末仍存 139.15 亿元已售待结算资源，为公司营收增长提供了保障。
- 盈利能力依然很强。公司凭借多元化的经营模式有效降低了经营性风险，2015 年营业毛利率水平维持在较高水平，盈利能力依然很强。

关注

- 债务压力较大，且未来仍存在一定的资本支出压力。2014 年公司收购创兴银行并将其纳入合

并报表范围后，债务规模大幅增长，2015 年随着业务的持续发展，公司营运资金需求上升，年末总债务增至 2,173.07 亿元，债务压力较大；且随着较大规模的在建及储备项目的持续推进，亦将给公司带来一定的资本支出压力。

- 房地产行业调控和市场波动对公司房地产业务的影响。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，需关注公司房地产业务未来发展面临的不确定性。
- 股权转让及划拨对公司金融板块及整体多元化战略的影响。跟踪期内，公司将越秀金控 100%股权转让予广州友谊，并通过广州市国资委无偿划拨成为广州友谊第三大股东（持股比例为 12.56%），本次股权转让及划拨或将对公司金融板块发展及多元化经营战略实施产生一定影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

- 1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。
- 2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。
- 3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。
- 4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。
- 5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。
- 6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模为人民币 50 亿元，可超额配售人民币 50 亿元。本期债券于 2015 年 9 月 22 日结束发行，实际发行规模为 90 亿元，其中品种一简称为“15 广越 01”，证券代码为“122465”，发行规模为 75 亿元，最终票面利率 3.75%；品种二简称为“15 广越 02”，证券代码为“122466”，发行规模为 15 亿元，最终票面利率 3.97%。本期债券中品种一为 3 年期固定利率品种；品种二为 5 年期固定利率品种。

重大事项说明

2016 年 4 月 9 日广州友谊集团股份有限公司（以下简称“广州友谊”）发布公告，显示其收购广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称“越秀金控”）100% 股权，交易金额为人民币 882,988.27 万元的事项，已支付完毕 100% 股权转让款，并于 2016 年 4 月 7 日完成对越秀金控的工商变更登记，且拟定 4 月 30 日为越秀金控股权交割日，自 2016 年 5 月 1 日起越秀金控纳入广州友谊合并报表范围。

2016 年 6 月 4 日广州友谊公告显示，广州市国资委根据国务院国有资产监督管理委员会出具的《关于广州市人民政府国有资产监督管理委员会无偿划转所持广州友谊集团股份有限公司部分股份有关问题的批复》（国资产权〔2016〕421 号）将所持广州友谊 18,626,6107 万股股份无偿划转给越秀集团。本次国有股权无偿划转完成并完成股份过户后，越秀集团将持有广州友谊 186,266,107 股股份，占其总股本的 12.56%，为第三大股东；广州市国资委将继续持有广州友谊 617,977,528 股股份，占总股本的 41.69%，为第一大股东。

越秀金融控股集团有限公司原作为越秀集团大金融板块运营主体，旗下拥有广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）、广州越秀产业投资经营管理有限公司、广州越秀融资租赁有限公司、广州越秀小额贷款有限公司等多个金融业务运营企业。根据中联羊城评字【2015】第 VIGQA0326 号资产评估报告，以 2015 年 6 月 30 日为评估基准

日，越秀金控 2013~2015.H1 的具体资产、负债和收入情况见下表，2015 年末越秀金控总资产 621.20 亿元、净资产 142.23 亿元，当年营收收入 38.33 亿元、净利润 11.71 亿元。本次跟踪期内，越秀集团完成了对越秀金控的股权转让，并通过无偿划拨成为了广州友谊第三大股东，上述事项将对公司金融板块发展及多元化战略实施产生一定影响。

表 1：2013~2015.H1 越秀金控资产、负债及盈利情况

项目	2013	2014	2015.H1
总资产	289.03	424.25	648.02
总负债	204.58	312.91	526.13
所有者权益	84.45	111.34	121.89
营业总收入	13.25	24.56	22.78
营业利润	3.80	11.85	8.70
利润总额	4.12	12.00	8.77
净利润	3.12	8.99	6.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基本分析

作为广州市政府出资组建的集团公司，经过多年的发展和结构优化，公司目前已形成地产、金融、交通基建、造纸、建材等业务板块，其中地产、交通基建和金融为公司的核心业务，经营主体分别为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）和创兴银行有限公司（以下简称“创兴银行”，股票代码 01111.HK）。2015 年，受益于房地产市场筑底回暖，以及自身待结算资源的增长，公司房地产板块业务较快增长，带动公司业务规模扩张，全年实现营业收入 337.64 亿元，同比增长 36.83%；营业毛利率为 34.06%，较上年下降 2.67 个百分点，主要系因交付项目产品结构及地区变化，房地产板块毛利率下滑所致。

表 2: 2013~2015 年公司收入结构情况

项目	单位: 亿元、%					
	2013		2014		2015	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
地产	145.73	69.93	157.74	63.92	224.01	66.34
交通基建	17.77	8.53	18.94	7.68	22.76	6.74
金融	13.24	6.35	37.27	15.10	58.63	17.36
造纸	20.13	9.66	19.41	7.87	18.94	5.61
建材	3.84	1.84	6.18	2.50	4.57	1.35
其他	7.70	3.69	7.23	2.93	8.74	2.59
合计	208.40	100.00	246.77	100.00	337.64	100.00

注: 其他中含内部抵销部分

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

地产板块

地产板块是越秀集团主要收入和利润来源之一。2015 年政策面宽松, 公司积极调整销售策略, 地产板块实现销售收入 224.01 亿元, 同比增长 42.00%; 取得净利润 11.55 亿元, 同比下降 55.88%。当年公司地产板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为 66.34% 和 33.92%。

在宽松的政策环境带动下, 2015 年我国房地产行业整体呈现筑底回暖态势, 但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊, 待售面积仍居高不下, 房地产市场区域分化严重, 行业集中度持续上升。

房地产政策方面, 2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调, 稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”, 从源头控制商品房供应; 同时各管理部门及职能机构从需求端入手, 降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看, “调供应”方面, 2015 年 3 月底, 国土部、住建部联合发文, 要求各地对土地供应有供、有限, 调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面, 第一, 通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例, 并于同年 3 月下调营业税免征年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税; 各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二, 公积金政策频出提振

市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中, 有 4 次涉及公积金政策, 其中 3 次为出台公积金专项政策, 内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三, 央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准, 基准利率降至历史最低水平, 为市场营造宽松的资金环境。第四, 取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点, 均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

2015 年在多重政策效应叠加影响下, 我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示, 2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元, 同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末, 全国 100 个城市(新建)住宅均价为 10,980 元/平方米, 环比上涨 0.74%, 同比上涨 4.15%, 是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时, 在去库存的大环境下, 房企对行业中长期发展保持谨慎态度, 房地产开发投资速度继续下降, 以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年, 全国房地产开发投资 95,979 亿元, 名义同比增长 1.0%, 增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点, 增速继续下行; 房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米, 同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米, 同比下降 31.7%; 土地成交价款 7,622 亿元, 下降 23.9%。

房地产投资速度放缓, 同时销售回暖, 使得房地产市场供需差有所收窄, 但受前期投资和建设规模高速增长影响, 短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末, 全国商品房待售面积 71,853 万平方米, 同比增长 15.58%, 增速较上年收窄 10.54 个百分点, 其中, 住宅待售面积增加 1,155 万平方米, 办公楼待售面积增加 128 万平方米, 商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时, 中诚信证评也关注到, 房地产区域市场分化严重, 一线城市和二线热点城市出现量价齐升

的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，房地产市场去化情况的区域差异值得关注。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2015年全国行业排名前20房企集中度同比增加0.03个百分点至22.82%；TOP50房企则从31.15%上升至31.74%，小幅增加了0.59个百分点；TOP100房企则增加1.86个百分点至39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

公司积极应对房地产市场环境变化，推盘及销售能力良好，2015年合同销售金额及结算收入增长较快，同时公司新增多幅土地项目，土地储备充足且一二线城市区域化布局进一步巩固，为其未来经营业绩的保持奠定基础

2015年在房地产政策宽松和市场区域日益分化的背景下，公司积极应对市场变化，灵活应用营销策略，取得了良好的销售业绩，全年实现合同销售面积227.21万平方米，较上年同期增长20.47%；合同销售金额248.53亿元，较上年同期增长12.90%。从销售区域来看，公司房地产销售仍主要来自于广州、武汉及杭州3个城市。2015年公司在上述三大城市实现的合同销售金额分别为113.36亿元、43.82亿元和14.89亿元，占当年合同销售总额的比重分别为45.61%、17.63%和5.99%。

从结算情况来看，受益于待结算资源的增长，公司2015年实现房地产项目结算面积199.1万平方米（含出售投资物业面积1.3万平方米），同比增长68.1%；结算金额213.6亿元（含出售投资物业收入2.9亿元），同比增长68.1%。从结算区域来看，2015年公司广州市外结算项目增多，但结算项目仍主要集中在广州市，其结算金额合计占当年结算总金额的比重达43.97%。截至2015年末公司仍有139.15亿元已售待结算资源，为房地产板块经营业务的提

升提供了保障。

项目运营方面，公司2015年采取多项措施加快项目周转，当年新开工面积264万平方米，同比增长18.29%；当年竣工面积278万平方米，同比增长42.86%。截至2015年末，公司在建面积合计为771.97万平方米，同比下降23.78%。

在土地获取方面，公司以招拍挂为主，同时辅以合作开发、兼并收购等其他投资方式，并加大与投资基金和房地产企业合做开发力度。2015年按照“回归一二线城市”的战略导向，公司在广州、佛山、苏州和江门等城市新增土地6幅，新增总建筑面积211.91万平方米（含合营项目，下同）。截至2015年末，公司拥有已签订土地出让合同的项目共34个，建筑面积达1,369万平方米，分布于全国12个城市，其中广州约占39.8%、珠三角（除广州）约占15.4%、长三角约占17.4%、中部地区约占15.3%、环渤海约占10.8%、其他区域约占1.3%。公司持续巩固一二线城市区域化布局的策略，继续推进以大广州为中心，武汉、杭州为增长极的区域市场投资策略。截至2015年末公司超过80%储备项目位于一二线城市，其中在广州的储备项目共9个，建筑面积合计544.89万平方米，其余储备项目分布于武汉、杭州等城市。

此外，持有型物业方面，公司目前经营的项目主要为商业及停车场等，包括财富天地广场、祥康商贸大厦和中山红星美凯龙等，2015年公司物业经营实现营业收入10.42亿元，同比上升16.95%。

整体来看，2015年我国楼市政策放宽，且依托越秀地产较优的品牌优势及不断优化的区域布局，公司地产板块经营业绩良好，但仍需关注公司的在建及储备项目量较大，后续面临的资本支出压力。

交通基建板块

交通基建板块是越秀集团主要收入和利润来源之一。受益于广州市内核心路产广州北二环高速的平稳经营，以及2015年新收购湖北随岳南高速纳入合并报表，当年公司交通基建板块实现收入22.76亿元，同比增长19.76%；实现净利润6.53亿元，同比下降16.32%。当年公司交通基建板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为6.74%和

19.18%。

2015 年广东省经济增速较快，交通运输需求保持旺盛，但高速公路及铁路投资加快，国家出台燃油税费改革、清理违规收费行为、降低收费标准、重大节假日免费等多项收费公路相关政策，对高速公路行业造成一定的分流影响及政策风险

广东省是我国经济最发达的省份之一，也是华南地区经济发展的龙头。广东省经济长期保持着较高的增长速度，带动了地区交通运输需求的增加，公路旅客周转量以及公路货物周转量持续增长。2015 年全省实现地区生产总值（GDP）72,812.55 亿元，比上年增长 8.0%；全年旅客运输周转量和货物运输周转量分别为 4,320.38 亿人公里以及 15,130.69 亿吨公里，分别同比增长 8.9% 和 0.7%。总体来看，广东省经济实力较强，交通运输需求稳定。

表 3：2015 年广东省交通运输方式比较

运输方式	旅客周转量 (亿人公里)	同比增长 (%)	货物周转量 (亿吨公里)	同比增长 (%)
铁路	747.07	11.4	254.05	-7.6
公路	1,769.61	8.6	3,454.99	11.0
水路	10.50	-1.6	11,190.91	-1.9
民航	1,793.20	8.3	56.44	10.5
管道	-	-	174.30	0.5
合计	4,320.38	8.9	15,130.69	0.7

数据来源：广东省统计局，中诚信证评整理

交通投资方面，为促进珠江三角洲地区区域经济一体化战略的实施、完善综合交通体系，广东省近年加快了珠三角城际轨道交通网络的建设。根据《珠三角城际轨道交通网规划实施方案》，到 2020 年，广东省将建成 1,430 公里的 16 条城际轨交线路，形成以广州为中心，连通区域内所有地级市和主要城镇的呈“三环八射”状分布的轨道交通网络。由于珠三角城际轨道交通网络与广东省高速公路骨干网络重合度较高，且城际轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、便捷、经济等优点，具有较强的客流吸引力，或将对省内公路客运产生较大影响，对高速公路造成一定分流影响。同时，据《广东省高速公路网规划(2013-2030)环境影响报告书》和《广东省普通省道网规划（2013-2030 年）环境影响报告书》，广东省高速公路的规划布局以“十纵

五横两环”为主骨架，以 53 条加密联络线为补充，形成以珠三角地区为核心，以沿海为扇面，以主要城市（港口）为龙头，向粤北山区和内陆省（区）辐射的高速公路网络。该规划布局总规模约 1.15 万公里，其中珠三角地区约 5,500 公里根据广东省政府 2013~2017 年高速公路建设计划，2016 年目标 6,840 公里，2017 年 8,140 公里，高速公路网络的完善，亦将对原高速公路运营企业的经营造成影响。

高速公路政策方面，2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。2015 年 7 月，交通运输部发布了《收费公路管理条例》修订征求意见稿（以下简称“《条例》修订稿”），《条例》修订稿较 2004 年实施的《收费公路管理条例》相比，主要有三方面的调整：一是对收费公路性质的表述有所变更，将政府举债方式建设的公路统一表述为政府收费公路，将经营性公路统一表述为特许经营公路，这确定了我国收税和收费长期并行的两种公路的发展模式。《条例》修订稿同时提高了收费公路的设置门槛，修订稿规定收费公路应符合下列技术等级和里程要求：高速公路、一级公路连续里程 50 公里以上、独立桥梁、隧道、长度 1,000 米以上，已经取消收费的二级公路升级改造为一级公路的，不得重新收费，新建和改建技术等级为二级以下（含二级）的公路不得收费，这将有利于最终实现只有高速公路收费，其他公路全部回归公共财政承担的目标；二是政府收费公路中的高速公路，由省、自治区、直辖市人民政府实行统一举债、统一收费、统一还款。这将以前提出的“统一贷款、统一还款”修改为“统一举债、统一收费、统一还款”，并将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市人民政府，有利于降低政府收费公路的融资和运营成本，同时提高管理效率，增强政府偿债能力，降低政府性债务风险；三是收费公路的偿债期限或者经营期限方面，“政府收费公路的偿债期限应当按照收费偿还债务的原则确定”，“特许经营公路的经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定，并通过收费标准动态调

整、收益调节等方式控制合理回报”，“特许经营公路中的高速公路经营期届满后，由政府收回统一管理，与本行政区域内的政府收费公路中处于偿债期的高速公路实行相同收费标准，统一收费”，“政府统一管理的高速公路在政府债务清偿后，可按满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率的原则，重新核定收费标准，实行养护管理收费”。在专项税收和公共财政预算收入无力承担所有公路的建设、养护、管理和债务偿还的资金需求的情况下，高速公路偿债期限结束后将新增养护收费期。

此次《条例》修订稿明确了我国公路发展以非收费公路为主，收费公路为辅的原则，并明确了养护管理长期收费机制，在一定程度上防控高速公路的债务风险，而且为高速公路的发展提供稳定的养

护发展资金。

2015 年公司核心路产所在区域经济高度发达，路网效应显著，汽车保有量高速增长，且通过收购进一步丰富公司路产资源，在车流量增长率以及剩余经营年限方面的优势更为明显

公司采用投入周期更短的收购+运营的经营模式，2015 年收购了湖北随岳南高速 70% 权益、湖南长株高速剩余 10% 权益。截至 2015 年末公司拥有控股权项目的总收费里程达到 357.20 公里，权益里程约 301.21 公里；合营及联营项目应占权益里程为 77.30 公里，归属公司的权益里程合计为 378.51 公里。

表 4：截至 2015 年末公司投资经营的公路和桥梁情况

	道路/桥梁名称	收费公里数	公路类别	所占权益（%）	剩余经营年限（年）
控股项目	广州北二环高速	42.5	高速公路	60.00	17
	陕西西临高速	20.1	高速公路	100.00	1
	广西苍郁高速	23.3	高速公路	100.00	15
	天津津保高速	23.9	高速公路	60.00	15
	湖北汉孝高速	38.5	高速公路	100.00	21
	湖南长株高速	46.5	高速公路	100.00	25
	河南尉许高速	64.3	高速公路	100.00	20
联营合营项目	湖北随岳南高速	98.1	高速公路	70.00	25
	广州西二环高速	42.1	高速公路	35.00	15
	虎门大桥	15.8	悬索桥梁	27.78	14
	广州北环高速	22	高速公路	24.30	8
	汕头海湾大桥	6.5	悬索桥梁	30.00	13
	清连高速	215.2	高速公路	23.63	19

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从控股收费道路的经营情况来看，公司控股的收费道路有广州北二环高速、陕西西临高速、广西苍郁高速、天津津保高速、湖北汉孝高速、湖南长株高速、湖北随岳南高速和河南尉许高速。其中：广州北二环高速、河南尉许高速、陕西西临高速是公司主要的盈利来源，2015 年合计贡献了交通基建板块 70.55% 的毛利润。(1) 广州北二环高速是公司最主要的收费道路资产，2015 年受益于广东省全面实施计重收费，其路费收入为 9.50 亿元，增长 12.40%，收入占比为 42.70%。(2) 河南尉许高速 2015 年收入为 2.74 亿元，2015 年因经济增速整体下滑导致该路段收入同比小幅下降 3.80%，当年收

入占比下滑至为 12.30%。(3) 陕西西临高速 2015 年收入为 2.68 亿元，该高速是公司第三大收入来源，2015 年末收入占比 12.1%。该高速收费权限将在 2016 年到期，届时可能对公司收入造成一定影响。(4) 湖南长株高速 2015 年收入为 2.16 亿元，2015 年末收入占比上升至 9.70%。该项目收购于 2011 年，是公司未来收入增长的新动力。(5) 湖北随岳南高速是公司于 2015 年 7 月完成收购的新资产，2015 年收入 2.05 亿元，收入占比 9.20%，是公司未来新的收入增长点。(6) 湖北汉孝高速 2015 年收入为 1.41 亿元，受周边路段封闭施工交通管制的影响，增速放缓至 4.10%。(7) 天津津保高速 2015

年收入为 0.94 亿元,由于受到滨保高速开通和机动车限行政策影响,收入连续小幅下滑。(8) 广西苍郁高速 2015 年收入为 0.67 亿元,在 2014 年因受交通分流影响收入大幅下滑 38.90% 后,2015 年该项目收入小幅增长 3.60%。

表 5: 2015 年公司控股道路收入情况

项目名称	2015	增幅
广州北二环高速	9.50	12.43%
陕西西临高速	2.68	3.08%
广西苍郁高速	0.67	3.08%
天津津保高速	0.94	-4.08%
湖北汉孝高速	1.41	4.44%
湖南长株高速	2.16	28.57%
河南尉许高速	2.74	-3.86%
湖北随岳南高速	2.05	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从日均车流量来看,公司控股项目中,广州北二环高速的日均车流量最高,受益于广东区域经济向好和汽车保有量增加,2015年该路段日均车流量同比增幅达到14.20%。天津津保高速日均车流量排名第二,2014年车流量因为同年3月起天津开始实施机动车限行,导致货车车流减少,在经过一段时间的适应后2015年车流量出现小幅回升。陕西西临高速日均车流量排名第三,由于该项目2014年8月起实行“四改八”的改扩建工程,导致2014年起日均车流量连续大幅下滑,不过因为已签订相关补偿协议,车流量下滑对于公司收入没有实质影响。湖北汉孝高速,2015年车流量同比增长8.20%。汉孝高速车流量的快速增长主要受益于区域经济及汽车保有量的快速增长。湖南长株高速受益于长沙绕城高速东北、东南段建成通车以后区域经济快速发展,车流量增长。河南尉许高速受到经济增速下滑的影响,2015年日均车流量同比小幅下降1.10%。湖北随岳南高速2015年日均车流量为1.57万辆,同比大幅增长19.0%,在公司所有收费道路中车流量增长速度排名第一。广西苍郁高速受益于贵梧高速通车后带来的协同效应,2015年车流量开始回升。

联营公司方面,日均车流量较大的有虎门大桥和广州北环高速,2015年日均车流量分别为9.98万辆和27.15万辆,分别同比增长7.4%和8.20%。

表 6: 2015 年公司收费道路日均车流状况

		单位: 万辆、%
控股项目	项目名称	2015 年
	广州北二环高速	16.99
	陕西西临高速	2.22
	广西苍郁高速	0.73
	天津津保高速	2.58
	湖北汉孝高速	1.89
	湖南长株高速	1.88
	河南尉许高速	1.61
联营合营	湖北随岳南高速	1.57
	广州西二环高速	5.03
	虎门大桥	9.98
	广州北环高速	27.15
	汕头海湾大桥	2.12
	清连高速	3.33
		0.91

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

养护开支方面,公司养护开支分为日常保养和专项养护,2013~2015 年日常保养和专项养护费用分别为 3,575.01 万元、4,130.82 万元和 4,425.75 万元以及 5,428.57 万元、4,960.38 万元和 8,887.56 万元。2015 年有关部门对全国公路进行大检查,公司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,公司预计未来三年各路段均无大修工程,2016~2018 年养护支出预计分别为 10,819 万元、10,498 万元和 10,149 万元,基本保持稳定。

整体来看,公司的路产运营平稳,车流量和路费收入整体上呈现稳定增长,未来随着湖北随岳南高速等收购的项目逐渐进入成熟阶段,公司交通基建板块收入具有一定的增长空间。

金融板块

2015 年公司金融板块业绩表现良好,但随着跟踪期内核心经营主体的转让,金融板块业务将集中为银行业务

公司金融板块包括证券、银行、期货和小额贷款等业务,其中银行业务板块经营主体为创兴银行有限公司(以下简称“创兴银行”),其余均由越秀金控负责。2015 年公司金融板块实现收入 58.63 亿元,同比增长 57.29%,实现净利润 18.96 亿元,同

比增长 44.24%。当年公司金融板块对公司营业收入和净利润的贡献度分别为 17.36% 和 55.68%。其中，广州证券 2015 年实现营业总收入 30.41 亿元，净利润 9.23 亿元；创兴银行实现营业总收入 20.34 亿元，净利润 9.70 亿元，是公司金融板块的主要收入及盈利来源。

截至 2015 年末，广州证券注册资本为 53.60 亿元，营业网点增加至 53 家。2015 年得益于上半年牛市效应，股市交易量异常活跃，广州证券的经纪业务和资产管理业务发展情况良好，且当年股权和债务融资大幅增加，投行业务得到较快发展。受上述因素影响，2015 年广州证券手续费和佣金收入、投资收益继续快速增长，全年实现收入 30.41 亿元，净利润 9.23 亿元。

2016 年 4 月公司向广州友谊出让越秀金控 100% 股权，2016 年 5 月 1 日起越秀金控将不再纳入越秀集团合并报表范围。越秀集团将从本次股权转让中收回投资款 88.30 亿元，其现金流量将得到较大的改善，当期投资收益也会明显增加，从而改善其当期盈利能力。但我们也关注到，因本次股权转让，越秀金控将不再纳入合并报表范围，创兴银行将成为其金融板块经营主体。

2015 年创兴银行依然以香港市场为核心经营区域，并不断巩固广州地区市场。截至 2015 年末，创兴银行股本为港币 54.36 亿元，资产总额为港币 1,278.38 亿元，同比增长 18.32%。在各项经营指标方面，2015 年香港银行竞相吸储，令利息成本相对较高，而存放在同业的利率相对较低，创兴银行实现净利息收入港币 17.79 亿元，同比增长 29.68%，净利润港币 11.93 亿元，同比下滑 51.20%，主要系当年投资收益等较上年出现下降。

整体来看，2015 年公司金融板块的经营业绩表现良好，但金融板块因本次越秀金控股权转让事项，短期内经营主体及业务结构将较为单一，或将对公司金融板块及多元化经营战略的实施产生一定影响。

其他板块

受行业整体运行低迷等不利因素影响，公司造纸板块收入持续下降，仅维持微利状态；其他板块未来发展面临较大的挑战

公司其余板块主要为建材、造纸和发展业务三块，其中发展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。造纸板块是公司收入的主要来源之一，但是在造纸行业整体运行低迷、产能过剩矛盾加剧、行业竞争愈趋激烈的背景下，对公司利润贡献小，2015 年实现收入 18.94 亿元，取得净利润 8.48 亿元。建材板块等经过优化整合，淘汰低效产能后，转为与越秀地产协同发展，全年建材配送业务取得一定发展，同时公司旗下综合贸易、水泥、酒店等业务收入亦实现增长。受此影响，2015 年公司除造纸板块的其他业务板块实现收入 29.00 亿元。

总体而言，公司已形成以地产、金融和交通基建为核心的多元化经营模式，地产和交通基建业务继续保持了平稳发展态势。但中诚信证评关注到，目前整体宏观经济疲弱，公司相关业务板块经营压力加大，以及核心金融板块业务的剥离将对公司的收入和盈利造成的影响。

财务分析

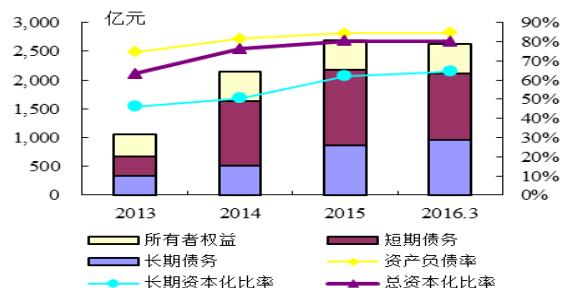
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2013~2015 年财务报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。所有数据均为合并口径，其中 2013 年和 2014 年财务数据采用报表重述数。

资本结构

截至 2015 年末公司资产总额 3,420.75 亿元，同比增长 23.21%，主要源于公司银行业务扩张和对企业债和中期票据等金融市场产品投资的增大带来的发放贷款及垫款和可供出售金融资产的增长。同期末，公司负债合计 2,894.17 亿元，同比增长 27.56%。自有资本方面，虽然 2015 年公司股东追加资本金投入，但利润分配规模加大，当年末所有者权益合计 526.58 亿元，同比仅增长 3.75%。财务杠杆方面，2015 年末公司资产负债率和总资本化比率分

别为84.61%和80.49%，较上年分别上升2.89和4.13个百分点。

图 1：2013~2016.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资产方面，2015年末公司依然维持了流动资产和非流动资产相当的资产结构，其中流动资产合计1,718.45亿元，占资产总额50.24%，主要由货币资金和存货构成。具体来看，当年末公司货币资金570.67亿元主要为银行存款，该部分资产的流动性良好；同期存货余额为656.66亿元，主要来源于公司造纸等业务板块以及房地产业务的土地储备及开发成本。非流动资产方面，当年末公司非流动资产合计1,702.30亿元，主要包括银行业务产生的发放贷款及垫款（532.91亿元）、可供出售金融资产（365.31亿元）以及以自持的出租型物业为主的投资性房地产（158.47亿元）。

负债方面，2015年末公司流动负债合计1,863.68亿元，占负债总额的64.39%，主要由短期借款和吸收存款及同业存放等构成；同期，非流动负债合计1,030.49亿元，主要包括长期借款以及应付债券等。公司地产、金融、交通基建等业务资金需求较大，同时随着各项业务的不断发展，公司负债规模呈现逐步扩张态势。

债务结构方面，截至2015年末公司总债务2,173.07亿元，较上年同期增长32.55%；短期债务/长期债务比为1.53倍，较上年下降0.62倍，债务期限结构继续改善。

2016年3月末，公司资产及负债规模分别为3,429.30亿元和2,906.08亿元，资产负债率和总资本化比率分别为84.74%和80.14%。

总体来看，随着业务的快速扩张，2015年公司资产和负债规模保持增长，负债率逐步上升，但直接融资渠道顺畅，多支公司债券的发行有效改善了

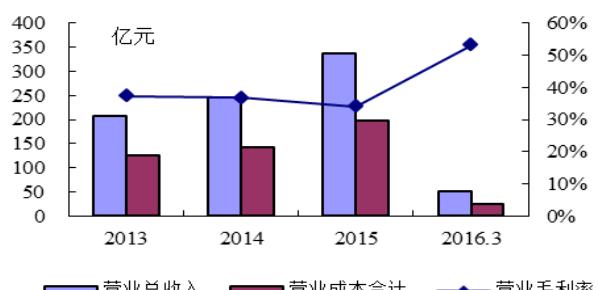
公司的债务期限结构。

盈利能力

受房地产板块良好的销售表现，2015年公司实现营业收入337.64亿元，同比增长36.83%，增幅较上年同期上升18.42个百分点。2016年1~3月公司实现营业收入52.09亿元，但短期内金融板块业务更趋单一，或将对其营业收入规模造成一定影响。

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，2015年营业毛利率为34.06%，较上年下降2.67个百分点；2016年1~3月营业毛利率上升至53.11%，主要系因房地产板块结算收入较少。

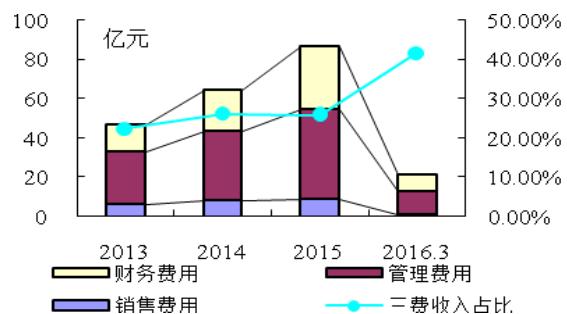
图 2：2013~2016.Q1 公司收入成本构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2015年随着纳入公司合并范围子公司数量的增加，合并范围的员工工资等费用支出相应提高；财务费用方面，公司债务规模持续扩张，利息支出逐年增加，加之当年发生汇兑损失8.48亿元，财务费用增长较快。2015年公司三费合计87.04亿元，较上年增长34.47%，三费收入占比为25.78%，基本与上年持平。

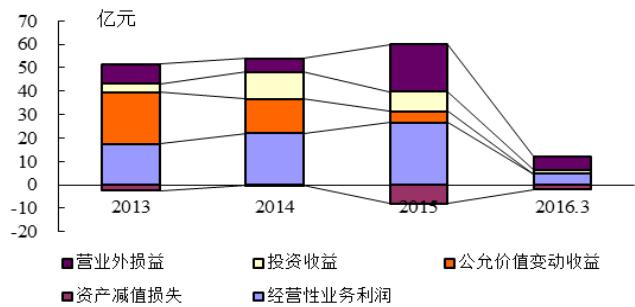
图 3：2013~2016.Q1 公司期间费用分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司利润总额主要由经营性业务利润及营业外损益构成。当年公司收入规模及盈利能力提升，取得经营性业务利润26.63亿元，同比增长21.54%；取得营业外损益20.25亿元，同比增长251.14%，主要为政府补贴收入以及穗花水泥厂地块补偿款和广州造纸集团有限公司土地拍卖所得，根据《关于解决广纸环保搬迁项目资金来源问题的意见》政府将按照土地拍卖所得的65%并不低于45亿元的总规模，通过增资和拨款的方式划拨给广州造纸集团有限公司，2015年完成以上土地拍卖，广州造纸集团有限公司享有土地拍卖所得74.96亿元，截至年末广州造纸集团有限公司累计收到土地拍卖所得69.17亿元，未来公司的营业外收入规模将下降。同时，2015年由于按公允价值计量的投资性房地产的公允价值变动损益下降，公司实现利润总额52.14亿元，同比下降3.31%；取得净利润34.05亿元。

表 4：2013~2016.Q1 公司利润总额构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总而言之，公司各业务板块持续发展，营业收入规模继续上升，且各业务盈利空间依然较大，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

截至2015年末公司总债务规模为2,173.07亿元，同比增长32.55%，短期债务/长期债务为1.53倍；2016年3月末总债务规模为2,111.06亿元，短期债务/长期债务为1.21倍，刚性债务规模持续增长，但债务的期限结构继续得到改善。

公司EBITDA主要由利息支出及利润总额构成。受利息支出增长影响，2015年公司EBITDA为86.85亿元，较上年同期增长4.23%。从EBITDA对债务本息保障程度来看，公司2015年总债务/EBITDA指标为25.02倍，EBITDA利息保障倍数

为2.36倍，EBITDA对债务本息的保障程度依然较好。

从经营性现金流情况来看，近年来公司房地产业务板块开发力度较大，使得公司较多的营运资本沉淀于存货等资产，受此影响，公司经营性现金流呈现净流出状态。2015年公司经营活动净现金流为-15.64亿元，同期经营活动净现金流/总债务为-0.01倍；经营活动净现金流利息保障倍数为-0.42倍。

表 7：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

项目	2013	2014	2015	2016.3
EBITDA	74.47	83.08	86.85	-
经营活动净现金流	-12.03	-66.29	-15.64	-97.54
短期债务	333.39	1,119.12	1,312.50	1,155.90
长期债务	332.47	520.33	860.57	955.16
总债务	665.85	1,639.44	2,173.07	2,111.06
经营净现金流/总债务(X)	-0.02	-0.04	-0.01	-0.18
经营净现金流/利息支出(X)	-0.41	-2.06	-0.42	-
总债务/EBITDA(X)	8.94	19.68	25.02	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.57	2.59	2.36	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至2015年12月末，公司及子公司共获得授信额度折合人民币约2,399.25亿元，其中未使用授信额度约为1,578.62亿元，备用流动性较充沛。

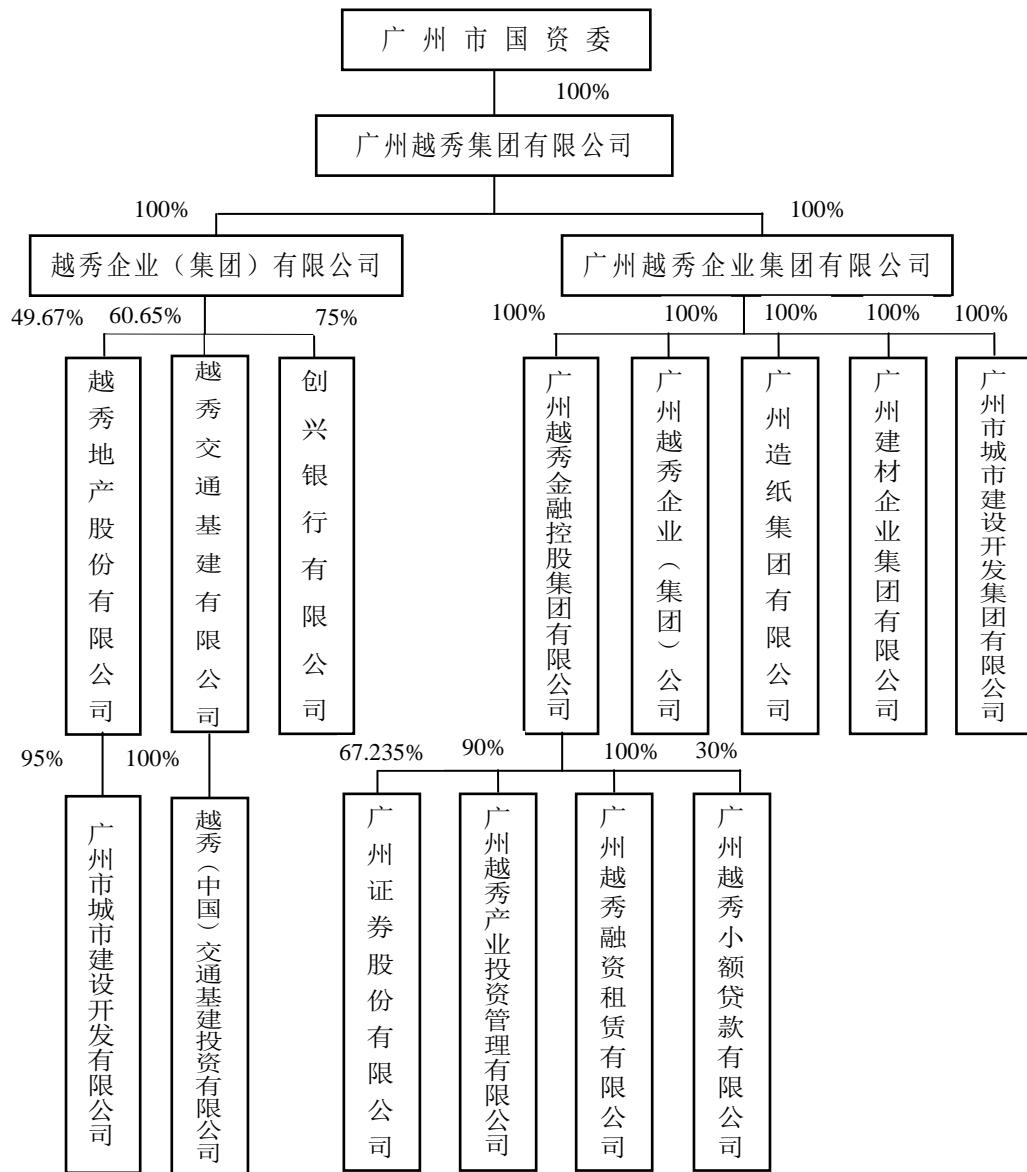
或有事项方面，截至2015年12月末，公司对外担保余额2.80亿元，均系对金鹰基金管理有限公司的担保，整体担保规模较小，或有负债风险可控。

综合来看，公司房地产、金融、交通基建等板块发展态势良好，具备很强的盈利能力，能推动其利润的积累和自有资本实力的增强，并对债务本息的偿付提供良好保障，公司的偿债风险极低。

结 论

综上，中诚信证评维持广州越秀集团有限公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“广州越秀集团有限公司2015年公司债券（第一期）”信用级别为AAA。

附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



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 2016 年 3 月 31 日）



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

财务数据 (单位: 万元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	2,424,084.21	5,012,011.70	5,706,727.90	6,244,249.39
应收账款净额	68,948.58	138,275.74	171,950.58	84,457.66
存货净额	5,317,024.73	6,180,100.56	6,566,632.44	6,644,949.87
流动资产	9,242,451.57	14,612,482.28	17,184,493.94	17,841,923.08
长期投资	2,482,386.12	3,762,009.22	5,617,944.09	5,418,466.92
固定资产合计	1,792,784.44	2,381,121.60	2,472,937.84	2,454,248.42
总资产	15,224,066.66	27,764,389.94	34,207,524.94	34,292,996.44
短期债务	3,333,886.03	11,191,166.38	13,125,046.06	11,559,012.55
长期债务	3,324,651.33	5,208,666.36	8,605,689.90	9,551,611.25
总债务(短期债务+长期债务)	6,658,537.37	16,394,446.49	21,730,735.97	21,110,623.80
总负债	11,353,136.05	22,686,404.79	28,941,711.41	29,060,753.52
所有者权益(含少数股东权益)	3,870,930.61	5,075,603.62	5,265,813.53	5,232,242.92
营业总收入	2,084,030.75	2,467,667.03	3,376,435.33	520,901.48
三费前利润	641,659.65	866,393.34	1,136,716.36	264,464.32
投资收益	36,146.28	114,050.60	84,841.55	15,342.78
净利润	320,444.60	353,146.35	340,471.71	65,329.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	744,740.60	833,223.18	868,490.14	187,673.46
经营活动产生现金净流量	-120,287.79	-662,936.12	-156,360.89	-975,390.32
投资活动产生现金净流量	-619,424.22	215,223.90	-735,391.77	1,134,449.66
筹资活动产生现金净流量	1,403,901.34	3,010,820.74	1,415,080.60	209,830.56
现金及现金等价物净增加额	663,549.83	2,568,486.37	533,925.97	376,834.50
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率 (%)	37.25	36.73	34.06	53.11
所有者权益收益率 (%)	8.28	6.98	6.47	4.99*
EBITDA/营业总收入 (%)	35.74	33.77	25.72	-
速动比率 (X)	0.61	0.54	0.57	0.63
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.02	-0.04	-0.01	-0.18*
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.04	-0.06	-0.01	-0.34*
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.41	-2.06	-0.42	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.57	2.58	2.36	-
总债务/EBITDA (X)	8.94	19.68	25.02	-
资产负债率 (%)	74.57	81.71	84.61	84.74
总资本化比率 (%)	63.24	76.36	80.49	80.14
长期资本化比率 (%)	46.20	50.62	62.04	64.61

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；带“*”财务指标已经年化处理；

2、公司其他流动负债中短期应付债券及长期应付款中的融资租赁款，均为有息债务，故将其分别调整至短期借款和长期借款计算相关指标。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

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+衍生金融负债+向中央银行借款+吸收存款及同业存放+拆入资金+卖出回购金融资产款

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本(营业成本)/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业收入净额)/应收账款平均余额

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(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义
债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。