



信用等级通知书

信评委函字[2015] 087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其贵公司拟发行的“广州越秀集团有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年六月三十日

广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	广州越秀集团有限公司
发行规模	本次债券发行总额不超过 150 亿元,其中首期债券基础发行规模为 50 亿元,可超额配售不超过 50 亿元。本次债券可分设多个期限品种,并引入品种间回拨选择权,回拨比例不受限制
债券期限	不超过 10 年
债券利率	本次债券为固定利率债券
偿还方式	本次债券票面利率采取单利按年计息,不计复利。每年付息一次,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

越秀集团	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益(亿元)	362.24	387.09	507.71	507.09
总资产(亿元)	1,293.66	1,522.41	2,776.35	2,921.87
总债务(亿元)	559.33	665.85	1639.98	1767.60
营业总收入(亿元)	143.01	208.40	246.78	47.80
营业毛利率(%)	46.35	37.25	36.72	50.28
EBITDA(亿元)	63.20	74.47	83.08	-
所有者权益收益率(%)	7.60	8.28	6.98	1.90
资产负债率(%)	72.00	74.57	81.71	82.64
总债务/EBITDA(X)	8.85	8.94	19.74	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	2.57	2.58	-

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、2015年第1季度所有者权益收益率指标已经年化。

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AAA,该级别反映了本次债券信用质量极高,信用风险极低。

中诚信证评评定广州越秀集团有限公司(以下简称“越秀集团”或“公司”)主体信用级别为 AAA,评级展望为稳定。该级别反映了越秀集团偿还债务的能力极强,基本不受不利经济环境影响,违约风险极低。中诚信证评肯定了公司极强的竞争实力、近年来房地产和交通等业务板块持续发展带来的收入和利润增长等正面因素。同时,中诚信证评也关注到公司业务持续发展所带来的资金压力、房地产业务受宏观调控和市场波动影响面临一定的不确定性等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 极强的竞争实力。公司系广州市政府直属企业,截至 2014 年末,公司总资产规模达 2,776.35 亿元,其具有雄厚的资本实力;此外,公司业务呈现多元化格局,地产、金融、交通基建等板块发展趋势良好,公司具备极强的竞争实力。
- 很强的盈利能力。近年来随着地产、金融、交通基建板块的持续发展,公司收入总额持续扩张,净利润逐年增长,公司具备很强的盈利能力。

关 注

- 业务发展带来的资金压力。随着业务的持续发展,公司营运资金需求逐年上升,未来将面临一定的融资压力。
- 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。

分 析 师

龚天翔 txgong@ccxr.com.cn

陈奕晓 xxchen@ccxr.com.cn

甄 奕 琦 jyzhai@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2015年6月30日

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 and 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。

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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

广州越秀集团有限公司（以下简称“越秀集团”或“公司”）成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 10,000 万元，系国有独资企业；广州市人民政府系公司的唯一出资人，其授权广州市人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责。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），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 827,729.70 万元。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，公司注册资本为 530,000 万元。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），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 100% 国有产权无偿划转至公司。经过多次增资，截至 2015 年 5 月 30 日，公司注册资本 1,018,552 万元。

公司主营业务包括房地产开发销售和物业经营，高速公路及桥梁的投资、经营和管理，金融等。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 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 2,776.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 507.71 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 81.71% 和 76.36%。2014 年，公司实现营业收入 246.78 亿元，净利润 35.42 亿元，经营活动净现金流 -29.16 亿元。

截至 2015 年 3 月 31 日，公司总资产为 2,921.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 507.09 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 82.64% 和 77.71%。2015 年一季度，公司实现营业收入 47.80 亿元，净利润 2.40 亿元，经营活动净现金流 28.63 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券
发行规模	本次债券发行总额不超过 150 亿元，其中首期债券基础发行规模为 50 亿元，可超额配售不超过 50 亿元。本次债券可分设多个期限品种，并引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制
债券期限	不超过 10 年
债券利率	本次债券为固定利率债券
偿还方式	本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金至本金兑付日期不另计利息。
募集资金用途	拟用于偿还银行贷款和补充公司流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。2010 年以来，国内房地产行业持续调整，市场运行出现一定的波动。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，2010 年调控以来，该指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39，较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 3 月末，国房景气指数回落至 93.11，较上年末下降 0.82 点。

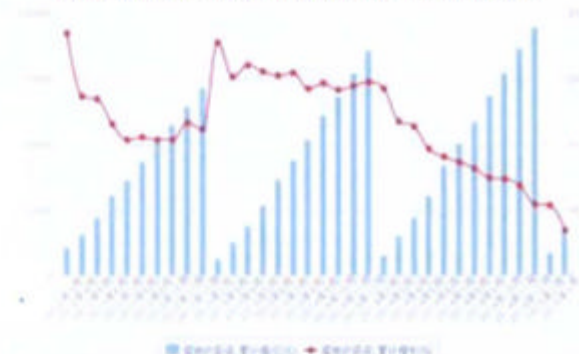
图1：2010.11~2015.03国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012年全国共完成房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015年1~3月，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长仅为8.5%。

图2：2012.03~2015.03全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积177,334万平方米，下降7.3%。2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转

直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积23,723.62万平方米，同比下降18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，较2011年下降19.5%；土地成交价款7,410亿元，同比下降16.7%，降幅较2011年扩大6.4个百分点。2013年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积33,383.03万平方米，同比下降14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为10,019.88亿元，同比增长1.0%。2015年一季度，房地产业土地购置面积4,051.42万平方米，同比下滑32.37%，同期房地产业土地成交价款下滑27.82%至1,123.16亿元。

从销售情况看，2012年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012年全国商品房销售面积111,304万平方米，同比增长1.8%，增速降低3.1个百分点；商品房销售额64,456亿元，同比增长10%，增速降低2.1个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要

购买力。2013 年,刚性和改善性需求出现集中释放,当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米,比上年增长 17.3%,增速比 2012 年提高 15.5 个百分点;其中,住宅销售面积增长 17.5%,办公楼销售面积增长 27.9%,商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元,增长 26.3%,增速比 2012 年提高 16.3 个百分点;其中,住宅销售额增长 26.6%,办公楼销售额增长 35.1%,商业营业用房销售额增长 18.3%。

行业政策方面,2014 年继“两会”上中央提出分类调控后,地方政府纷纷自主出台调整政策,集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面,南宁率先松绑限购政策,之后其他限购城市陆续放松限购,10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购;对于更为重要的资金层面,中央政府相继出台央五条、定向降准,以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费,支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半年以来,政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日,中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持;2015 年 3 月 30 日,中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房,最低首付款比例调整为不低于 40%;同日,财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》,购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时,中国人民银行多次宣布降准,以缓解银行可贷资金不足问题,促进上述政策实际落地;此外,上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地;津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表2: 2014年以来房地产行业主要政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局,开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度,加快组建不动产登记局,扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策,满足首套自住购房的贷款需求,切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作,在其出台之前,不动产登记、住房信息联网等将先行进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》,2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右,户籍人口城镇化率达到 45%左右。
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始,用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度,用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	央五条	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求;合理确定首套房贷款利率水平;及时审批和发放符合条件的个人住房贷款;严格执行个人住房贷款各项管理规定;加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持,包括增加棚改相关的城投发债指标,放宽棚改概念企业债发行条件,推出项目收益类债券、扩大发债范围等举措
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》,对房地产政策完善提出了三点落实意见:千方百计消化库存;进一步加强房地产结构调整;完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》,放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》,放宽公积金贷款条件,职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款,并取消四项收费
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》(一号文件);探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。

2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	中国财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

证券行业

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。根据 2014 年 7 月证监会披露的分类结果显示，在全行业 120 家证券公司中，剔除 19 家与母公司合并评价的公司外，共有 101 家证券公司参与分类评价，其中 AA 类公司 20 家，A 类公司 18 家，B 类公司 57 家，C 类公司 6 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，行业整体风险管理能力较好。

业务结构方面，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，2012~2014 年，全行业证券公司实现净利润 329.30 亿元、440.21 亿元和 965.54 亿元，总体呈现上升态势。

图3：2008年以来证券行业营业收入和净利润

单位：亿元



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

经纪业务作为证券公司的传统业务，一直以来，在证券公司收入中的占比很高。随着 2008 年 5 月券商新设营业部重新开闸，营业部网点扩展限制的放开，证券公司争相新设营业部并升级服务部，抢占经纪业务市场份额。2012 年，全国证券营业部数量增至 5,263 家。2013 年证券公司申请新设营业部数量达 1,200 余家，其中上市证券公司获批新设营业部数量达 471 家。

受营业部数量不断增加的影响，证券经纪业务竞争日趋激烈，市场集中度呈现下降趋势。尽管证券业协会于 2010 年 10 月下发了《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》，规范行业佣金的收取，避免恶性拉低佣金率的不正当竞争，但随着证券公司经纪业务的竞争加剧，全国范围内的经纪业务佣金率持续下滑。据统计，2011 年行业平均佣金率为 0.081%，较 2010 年下滑了 15.25%。2012 年行业平均佣金率继续下滑至 0.078%。2013 年 3 月 25 日，中国证券登记结算

有限责任公司发布了《证券账户非现场开户实施暂行办法》，从公布日起，投资者就可选择非现场方式申请开立证券账户。2014年佣金率降为0.0707%，降了接近万分之一。由于网上开户成本相对较低，未来可能进一步降低证券公司未来的佣金水平。

此外，受股指下滑影响，证券市场成交额和换手率处于低位，对证券公司经纪业务亦产生较大影响，券商经纪业务比重呈现波动下降态势，2012~2014年，证券市场经纪业务收入占营业收入的比重分别为38.93%、47.68%和40.32%。

图4：2011年以来证券行业经纪业务交易量



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

投行业务方面，2009年3月，随着《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》的颁布，创业板正式开启，作为A股主板和中小板市场的重要补充，创业板的开启一度为证券公司投行业务的发展打开了新的市场空间。但随着证券市场景气度的降低以及估值水平的下滑，国内企业IPO数量及融资金额均大幅下滑，券商投行业务规模亦明显缩水，自2012年10月以来，国内证券市场经历了A股历史上时间最长的IPO寒冬。直至2013年12月30日，纽威阀门等5家公司获得新股发行批文后，IPO市场开始升温好转。2014年，在新股发行重启及市场回暖的利好因素带动下，A股市场一共发行了453个股权融资项目，同比增加96.10%；融资金额为5,206.24亿元，比2013年大幅增长60.79%。从目前发行情况来看2015年IPO数量将有明显增长，拥有丰富IPO储备量的上述券商受益程度更高。中诚信证评认为，未来证券公司承销业务收入来源将得到有力补充，有利于其投行业务运营的稳定。

图5：2007年以来证券行业股权融资规模

单位：亿元



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

自营业务方面，近年来，我国证券公司自营规模持续增长，从自营业务投资结构来看，由于前几年股票市场表现不佳，因而券商将资金配置重心逐渐由权益类转向债券类投资，近期随着证券市场景气度的提升，证券公司自营业务收入规模显著提升。截至2014年末，证券公司当期实现自营业务收入710.28亿元，较上年增长37.86%，占营业收入比重为27.29%。

资产管理及创新业务方面，券商集合理财产品的发行始于2005年，作为资产管理的主要产品，其产品线也扩展到股票型、债券型、货币市场型、混合型以及FOF型等多种系列。随着人们财富的积累，对于理财的需求也不断增长，2009年以后券商集合理财产品规模逐年上升。受益于政府对券商资产管理政策的松绑，截至2013年12月31日，115家证券公司受托管理资金本金总额为5.2万亿元，比2012年末的1.89万亿元增长了1.75倍，比2011年末的0.28万亿元增长了17.57倍。2014年，证券公司托管证券市值24.86万亿元，受托管理资金本金总额7.97万亿元。

直投业务方面，为鼓励证券公司开展创新业务，增强综合业务优势，证监会在2007年开放券商直投试点，并于2011年7月颁布《证券公司直接投资业务管理指引》，首次提出“设立直投基金，筹集并管理客户资金进行股权投资”。这有助于券商通过借助外部资金成立直投基金的形式进行直接投资，从而降低对自有资金的约束。另外，2012年11月2日，中国证券业协会发布《证券公司直接投资业务规范》，明确了直投基金备案、直投业

务规则、内部控制、直投从业人员、自律管理等相关规定，券商直接投资范围扩大到债权投资和其他投资基金，盈利空间有望增大。

融资融券业务于 2010 年正式推出，近两年发展迅速。据中国证券金融股份有限公司（以下简称“证金公司”）统计数据显示，自 2010 年 3 月中国证监会批准国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券六家证券公司作为融资融券业务首批试点证券公司以来，融资买入额占两市成交额的比例不断攀升，目前达到 15% 左右的规模。融资融券业务在 2014 年表现抢眼，全年共实现收入 446.24 亿元，占券商总收入的比例为 17%，收入增速高达 141.71%，未来在市场不发生异动的情况下，这一比例还将稳中有升。

图6：近年来证券行业融资融券额



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

总的来看，虽然经纪业务占比有所下降，证券行业收入结构得到一定优化，但行业的盈利模式仍对经纪业务和自营业务具有很高的依赖性，其业绩的增长高度依赖于市场变化，各证券公司之间盈利模式的同质化显著。另一方面，自证券业发展“路径图”明确后，相关具体政策措施正逐步推出，政策内容包括降低券商自营、资产管理、经纪业务风险资本准备计算比例，降低 QFII 资格要求，扩大券商自营业务范围等等，其余有关政策将会陆续出台。中诚信证评认为，当前我国证券业为市场提供的金融产品、交易工具、中介服务均相对较少，为使证券行业更好地为国民经济服务，监管层大力推动行业创新，促进创新业务发展。未来，随着行业创新的逐渐深入，创新业务将为券商带来新的收入增长点，并平滑经济周期的影响，但同时也对券商

风险控制能力提出更高的要求。

高速公路行业

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外向型的经济结构。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。尽管铁路运输有明显的价格优势，然而长期建设滞后和管理不畅影响了铁路在交通运输中发挥的重要性，目前国内对公路运输需求强劲。此外，我国人民生活水平不断提高，亦带动对公路的运输需求。

截至 2014 年末全国公路总里程 446.39 万公里，比上年末增加 10.77 万公里。公路密度 46.50 公里/百平方公里，提高 1.12 公里/百平方公里。公路养护里程 435.38 万公里，占公路总里程 97.5%。全国高速公路里程 11.19 万公里，比上年末增加 0.75 万公里。其中，国家高速公路 7.31 万公里，增加 0.23 万公里。全国高速公路车道里程 49.56 万公里，增加 3.43 万公里。

图7：2011-2014年全国高速公路里程



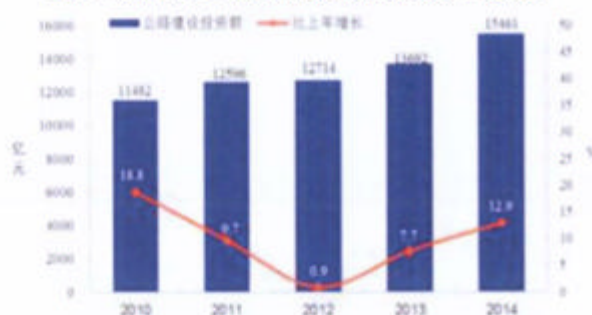
资料来源：交通运输部，中诚信证评整理

载货载客量方面，2014 年全国营业性客运车辆完成公路客运量 190.82 亿人、旅客周转量 12,084.10 亿人公里，比上年分别增长 3.0% 和 7.4%，平均运距 63.33 公里。全国营业性货运车辆完成货运量 333.28 亿吨、货物周转量 61,016.62 亿吨公里，比上年分别增长 8.3% 和 9.5%，平均运距 183.08 公里。

公路投资建设方面，2014 年全国完成公路建设投资 15460.94 亿元，比上年增长 12.9%。其中，高速公路建设完成投资 7,818.12 亿元，增长 7.1%。普

通国道建设完成投资 4,611.82 亿元, 增长 18.9%。农村公路建设完成投资 3,030.99 亿元, 增长 20.4%, 新建农村公路 23.21 万公里。纳入《集中连片特困地区交通建设扶贫规划纲要(2011-2020)》的 505 个贫困县完成公路建设投资 3,442.92 亿元, 增长 8.1%, 占全国公路建设投资 22.3%。

图8: 2011-2014年全国公路建设投资额及增长速度



资料来源: 交通运输部, 中诚信证评整理

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, 由省级主体负责全省高速公路的投资建设, 由项目公司负责该项目的运营。2009 年, 国务院发布《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。我国公路建设采用“适度超前”的原则, “十二五”期间国内交通基本建设投资总规模约为 6.2 万亿元, 较“十一五”期间略有增长。高速公路项目造价受地质结构影响较大, 山地、丘陵等区域建造成本较高, 加之近年来征地拆迁、建筑材料、人工等成本迅速上涨, 高速公路投资压力有所加大。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加。从主要省级高速公路公司看, 资产负债率基本处于 70%以上, 债务压力较大, 加之“十二五”期间的建设规划, 资金需求量处于很高的水平。高速公路企业的路费收入较为稳定, 但新建路产培育期较长, 行业整体路费收入增速有所放缓。

我国大部分高速公路采取车辆通行费的方式, 高速公路收费和权益转让行为的主要依据《公路法》、《收费公路管理条例》等法律法规, 从国家法律层面规范了高速公路投资、建设、运营、管理、

收费权益转让等行为。同时国家近年来加大对公路行业的整治力度, 逐步取消政府还贷二级公路的收费, 并对违规收费项目予以清理。2011 年, 交通运输部、国家发改委、财政部、监察部和国务院纠风办联合发出了《关于开展收费公路专项清理工作的通知》(以下简称“《通知》”)。《通知》要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象, 并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底, 要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目, 取消间距不符合规定的收费站, 纠正各种违规收费行为, 进一步减轻公路使用者的负担。目前清理工作已全面完成, 对主要高速公路企业的影响程度存在差异。此外, 2012 年 8 月, 国务院发布《重大节假日免收小型客车通行费实施方案》, 规定收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日(共 20 天)免费通行, 免费车辆为 7 座以下的小型客车。上述政策对小型车路费收入占比较大的公司有一定影响。

总体来看, 随着居民不断增长的出行需求以及经济增长带来的运输需求, 国内高速公路投资建设不断推进, 为高速公路行业发展奠定基础。但目前高速公路运营仍面临建设成本提升和改扩建支出较大的问题, 此外, 国家出台的相应政策对高速公路运营企业影响较大, 面临一定的政策风险。

行业关注

房地产行业集中度持续上升, 行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力, 相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来, 持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间, 行业集中度不断提高, 行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示, 2014 年全国行业排名前 10 的房产企业销售额占全国市场的比例从 2013 年的 13.72%上升至 17.19%, 增加了 3.47 个百分点, 升幅同比提升了 2.51 个百分点; 前 20 和前 50 的房产企业同比也分别提升了 4.27 个百分点和 5.42 个百

分点，提升幅度加大。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。

证券行业收入结构未获显著改善，传统业务竞争加剧

目前，虽然证券行业经纪业务占比有所下降，收入结构得到一定优化，但行业的盈利模式仍对经纪业务和自营业务具有很高的依赖性，其业绩的增长高度依赖于市场变化，各证券公司之间盈利模式的同质化显著。与此同时，投行业务的竞争日趋激烈。尽管银行间市场交易商协会于2012年11月公告新增中信证券、招商证券、广发证券等10家¹券商获得参与短融、中票等非金融企业债务融资工具的主承销业务资格，但短期内来看，银行间债券市场的承销业务仍由银行把控，券商进入存在一定障碍，对证券公司投行业务的推动难以快速显现。

2012年10月，证监会发布修订后的《外资参股证券公司设立规则》和《证券公司设立子公司试行规定》，将合资券商外资持股比例上限由此前的1/3升至49%。同时，证券公司子公司申请扩大业务范围的经营年限从5年缩短至2年。这有利于提高外资参股券商的积极性，加快券商与国际市场接轨的节奏，但同时，国内证券公司直接面对拥有雄厚实力的国际证券公司的正面竞争，对国内证券公司尤其是抢占高端客户和投资银行业务方面形成冲击。

竞争实力

综合实力雄厚

近年来，公司在稳定经营的同时不断进行业务板块的调整优化，明确自身战略定位，主动退出酒店、国际工程和劳务、水泥、超市和电池等业务，逐步突出主业。公司目前已确立了以房地产、金融和交通基建为核心，造纸、建材和发展等板块为补

充的“3+X”产业体系。截至2014年底，公司总资产规模2,776.35亿元，系广州地区资产规模最大的国有集团企业之一。

作为主业板块地位突出的集团企业，公司旗下众多子公司已实现上市，具体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）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。总体来看，作为广州市政府出资组建的集团公司，公司股东背景较好，多年来政府持续的注资和自身稳定经营，带动公司各板块业务规模不断扩大，多家子公司已成功实现上市，自身综合实力雄厚，竞争优势明显。

主营业务板块盈利能力强

公司地产、金融和交通基建三大板块整体盈利能力强，近年来收入规模均呈现不断上升的态势，其中，金融板块增幅最大，近两年收入增幅均在100%以上。受益于主营业务的良性发展，公司收入规模不断提高，2012~2014年分别实现营业收入143.01亿元、208.40亿元和246.78亿元，年均复合增长率为31.36%。短期内公司仍将坚持“稳中求进”的总基调，并继续推进核心产业的规模扩张，坚持“兼并、收购和战略合作”的扩张模式，优化产业布局和业务布局。未来公司将以房地产和交通板块作为稳定发展的基础，加大对金融板块的资金投入，届时公司整体盈利能力或将进一步提升。

业务运营

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、建材等板块，其中地产、金融和交通基建为公司核心业务。2014年公司实现营业收入246.78亿元，其中地产、金融和交通基建收入规模分别为157.74亿元、37.02亿元和18.93亿元，分别占营业收入的63.92%、15.00%和7.67%。

¹ 其中光大证券自2013年8月20日起非金融企业债务融资工具主承销业务资格被暂停。

表3: 2012~2014年公司收入结构情况

	单位: 亿元, %					
	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
地产	89.76	62.77	145.73	69.93	157.74	63.92
交通 基建	15.07	10.54	17.77	8.53	18.93	7.67
金融	4.34	3.03	13.24	6.35	37.02	15.00
造纸	24.33	17.01	20.13	9.66	19.41	7.87
建材	2.88	2.01	3.84	1.84	6.18	2.50
其他	6.63	4.64	7.70	3.69	7.50	3.04
合计	143.01	100.00	208.40	100.00	246.78	100.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

地产板块

公司房地产板块主营业务主要包括房地产开发和物业经营, 其中房地产开发是公司收入的主要来源, 近三年公司房地产销售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, 2012~2014 年地产板块分别实现营业收入 89.76 亿元、145.73 亿元和 157.74 亿元, 同期房地产销售收入占比分别为 86.93%、92.70% 和 94.35%。

表4: 2012~2014年公司地产板块收入情况

业务	单位: 亿元、%					
	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产销售	78.03	86.93	135.09	92.70	148.83	94.35
物业经营	11.73	13.07	10.64	7.30	8.91	5.65
合计	89.76	100	145.73	100	157.74	100

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司定位于开发中、高端房地产项目, 业务以广州地区为核心, 并稳步拓展至武汉、杭州、沈阳、中山、烟台、江门、青岛、海南和香港等多个国内城市。从产品线来看, 公司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。近年来公司一方面积极加大地方开发力度, 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。

从项目结转情况来看, 公司近年来广州外项目整体情况较好, 结转面积和结转收入均大幅提升, 广州虽仍为公司房地产开发核心, 但其结转面积和

金额占比有所下降。2012~2014 年公司地产项目分别结转面积 56.11 万平方米、93.82 万平方米和 118.44 万平方米, 其中广州地区结转面积分别为 45.69 万平方米、68.63 万平方米和 73.39 万平方米。结转金额方面, 公司近三年结转的金额分别为 78.03 亿元、135.09 亿元和 148.83 亿元, 同期广州地区项目结转额为 70.54 亿元、118.95 亿元和 109.43 亿元。

表5: 2012~2014年公司地产收入结转情况

区域	单位: 万平方米、亿元					
	2012		2013		2014	
	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	45.69	70.54	68.63	118.95	73.39	109.43
其他	10.42	7.49	25.19	16.14	45.05	39.40
合计	56.11	78.03	93.82	135.09	118.44	148.83

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目签约和销售情况来看, 受益于良好的推盘和销售能力, 公司近年签约和销售逐年稳步增长。2012~2014 年公司分别实现销售面积 103.54 万平方米、115.52 万平方米和 188.61 万平方米, 同期签约金额分别为 123.00 亿元、146.34 亿元和 220.14 亿元。

表6: 2012~2014年公司地产签约和销售情况

区域	单位: 万平方米、亿元					
	2012		2013		2014	
	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	68.39	101.71	67.05	105.78	82.19	125.77
武汉	0.82	1.19	8.87	13.93	22.60	30.77
杭州	9.85	5.01	6.76	3.86	6.62	5.46
其他	24.48	15.10	32.84	22.77	77.20	58.14
合计	103.54	123.00	115.52	146.34	188.61	220.14

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目的区域布局来看, 考虑到自身在广州当地多年经营积累的市场影响力及综合实力, 公司短期内的经营重点仍将为广州地区, 同时逐步进行广州以外区域的业务拓展, 近年来广州以外区域在建面积逐年提升。2012~2014 年公司广州地区在建项目面积分别为 375.04 万平方米、469.82 万平方米和 414.76 万平方米; 同期广州以外地区在建面积分别为 274.17 万平方米、468.80 万平方米和 598.12 万平方米。

表7：2012~2014年公司房地产在建项目区域分布

单位：万平方米

	2012	2013	2014
广州项目在建面积	375.04	469.82	414.76
广州项目新开工面积	90.52	161.72	50.58
广州项目竣工面积	74.82	105.36	106.34
其他项目在建面积	274.17	468.80	598.12
其他项目新开工面积	153.04	221.1	165.65
其他项目竣工面积	24.48	41.93	88.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，公司土地储备亦集中于广州，并逐步延伸至珠三角、渤海湾、长三角等地，此外公司亦开拓香港市场，获得一定的土地储备。截至2014年末，公司广州储备项目共11个，建筑面积合计559.74万平方米，占比39.13%，其余城市储备项目相对较少，市场集中度偏高。

表8：截至2014年末公司主要土地储备情况

单位：个、万平方米

区域	项目数量	建筑面积	在建面积	未建面积
广州地区	11	559.74	277.17	282.57
珠三角地区 (除广州)	6	177.34	118.71	58.63
渤海湾地区	5	205.89	122.10	83.79
长三角地区	5	265.33	138.27	127.06
中部地区	3	204.82	124.16	80.66
海南	1	10.04	0.60	9.44
香港	2	7.45	0.40	7.05
合计	33	1430.61	781.41	649.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除房地产开发主业外，公司亦经营投资物业扩展产品线，目前经营的项目主要为商业及停车场等，主要项目为财富天地广场、祥康商贸大厦和中山红星美凯龙等。2012~2014年公司物业经营分别实现营业收入11.73亿元、10.64亿元和8.91亿元。

表9：截至2014年末公司主要持有的经营性物业情况

单位：万平方米

项目	业态	出租面积
财富天地广场	商业	180,047
祥康商贸大厦	商业	33,090
中山红星美凯龙	商业	90,358
维多利广场	车场	21,913
越秀城市广场	车场	9,030
国际羽毛球培训中心	商业	14,330
越秀金融大厦（在建）	商业	202,474
佛山南海项目（在建）	商业	112,047
天河南住4区综合服务楼	商业	11,446
合计	-	674,735

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司房地产开发业务近年来发展较快，土地储备较为充足，整体营业收入规模持续增长，对其未来业绩提升具有较好保障，并带动竞争实力稳步增强。而公司持有型物业营业收入规模较小，在公司总收入中占比也较低，但具有一定的稳定性，是公司稳定的现金流来源之一。但中诚信证评也关注到，公司目前房地产项目主要集中于广州，区域集中度偏高。

交通基建板块

公司交通基建板块业务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，先后收购河南、广西、天津、湖北和湖南等地高速公路权益，业务区域分布较广。2014年12月，公司收购湖北隧岳南高速公路70%的股权，湖北隧岳南高速公路位于京港澳高速复线的湖北段，收费里程为98.06公里，其剩余经营年限超过25年。截至2014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，所拥有的权益公里里程总计305.16公里。在经营年限方面，除了陕西西临高速剩余经营年限为2年，其余均在10年以上，未来一定时期收入较有保障，该板块业务稳定性较好。

表10：截至2014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	车道数量	收费站数量	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
	陕西西临高速	20.1	4	3	高速公路	100.00	1996-2016 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	90.00	2010-2040 年
	河南尉许高速	64.3	6	2	高速公路	100.00	2005-2035 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	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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，目前公司经营的广州北二环高速、虎门大桥、广州北环高速和清连高速等系较为成熟路桥，经营状况较好，是交通基建板块收入的主要来源，2014 年该四个项目日均路费收入分别为 231.42 万元、360.60 万元、176.52 万元和 213.63 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，公司部分经营项目受现行政策、交通管制和周边路段分流等影响，导致公司在车辆平均路费方面，除

广州西二环高速每辆加权平均路费较上年度提升 2.8%外，其余收费项目均出现不同程度的下降。其中，河南尉许高速和湖北汉孝高速影响最大，每辆加权平均路费收入分别较上年度减少 10.1%和 9.2%。

收入方面，交通基建板块整体业务规模小幅提升，2012~2014 年公司交通基建板块分别实现营业收入 15.07 亿元、17.77 亿元和 18.93 亿元。由于公司地产、金融等板块收入增长速度较快，交通基建板块收入占比逐年下降，2012~2014 年该板块的收入占比分别为 10.54%、8.53%和 7.67%。

表11：截至2014年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		日均路费收入		每辆加权平均路费收入	
	(架次/天)	同比变动	(元/天)	同比变动	(元)	同比变动
广州北二环高速	148,780	13.2%	2,314,202	11.8%	15.6	-1.3%
陕西西临高速	44,471	-13.5%	711,810	3.6%	16.0	-
广西苍郁高速	7,128	-40.2%	177,273	-38.9%	24.9	2.1%
天津津保高速	25,371	-2.0%	267,714	-9.6%	10.6	-7.8%
湖北汉孝高速	17,468	16.7%	369,763	6.0%	21.2	-9.2%
湖南长株高速	16,100	21.3%	460,297	18.9%	28.6	-2.0%
河南尉许高速	16,298	20.0%	779,552	7.8%	47.8	-10.1%
广州西二环高速	45,813	8.2%	917,208	11.2%	20.0	2.8%
虎门大桥	92,951	9.7%	3,606,011	8.5%	38.8	-1.1%
广州北环高速	250,773	5.8%	1,765,239	2.7%	7.0	-2.9%
汕头海湾大桥	19,820	7.6%	686,770	2.3%	34.7	-5.0%
清连高速	33,026	16.5%	2,136,303	9.7%	64.7	-5.9%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。2012~2014 年公司养护支出费用分别为 5.62 亿元、5.40 亿元和 6.82 亿元。

表12：2012~2014年公司养护费支出情况

单位：亿元			
	2012	2013	2014
养护费支出总额	5.62	5.40	6.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

考虑到路桥项目前期投入较大，短期内公司暂无高速公路投资计划，但存量项目经营性收入较为稳定，能够为公司提供一定的资金支持。

总体而言，公司交通基建板块业务发展呈现稳定态势，整体收入规模小幅提升。2014 年新收购项目湖北隧岳南高速公路收费里程较长，其顺利运营有望拉动公司交通基建板块收入进一步提升。

金融板块

公司金融板块包括证券、银行、期货和小额贷款公司等，其中以证券为主，证券业务经营主体为广州证券股份有限公司（以下简称“广州证券”）。

广州证券主要业务包括证券经纪业务、证券自营业务、资产管理业务、投资银行业务、期货经纪业务和投资咨询业务。2014 年共实现营业收入 16.82 亿元，其中，证券经纪业务（含期货经纪业务，下同）收入 6.73 亿元，占比 39.99%；证券自营业务收入 6.21 亿元，占比 36.93%；资产管理业务收入 1.99 亿元，占比 11.82%；投资银行业务收入 1.59 亿元，占比 9.44%；投资咨询业务收入 0.36 亿元，占营业收入的比重为 2.13%。其中广东省为广州证券最主要的收入来源区域，2012~2014 年广东省内收入占比为 100.00%、99.26%和 94.14%。

证券经纪业务方面，2012~2014 年广州证券代理买卖证券业务净收入行业排名分别为第 59 位、第 55 位和第 57 位。2014 年广州证券证券经纪业务股基交易量为 5,086.52 亿元，较上年增长 70.03%，股基交易份额约为 0.89%。2014 年市场交易量的进一步提升，带动全年实现证券经纪业务收入 6.73 亿元，同比增长 62.80%。截至 2014 年末，广州证券共设有 36 家证券营业部，其中 14 家位于广州市，在广州市内具备一定的区域优势。

自营业务方面，广州证券的证券自营投资以债券投资为主，基金投资和股票投资次之，另有投资少量券商集合计划和信托产品。截至 2014 年 12 月 31 日，广州证券证券投资规模为 113.91 亿元，其中自营股票的投资规模（包含购买资产管理产品和基金，不含融出证券）为 9.48 亿元，在全部自营投资资产中占比较小，债券投资余额为 107.95 亿元，占全部投资的 91.56%，所投债券主要为高信用评级的债券。2014 年广州证券证券自营业务收入为 6.21 亿元，较上年增长 223.21%。

投资银行方面，广州证券投资银行业务始终坚持“立足区域开发、打造特色投行”的策略，逐步形成了以固定收益业务为旗舰、以中小企业 IPO 和再融资为特色的投行业务格局。2012~2014 年，广州证券投资银行业务分别实现收入 1.65 亿元、1.74 亿元和 1.59 亿元，占营业总收入的比重分别为 16.35%、19.62%和 9.44%。广州证券近年来完成的股票主承销项目以股票增发为主，2012~2014 年分别实现股票承销收入 0.77 亿元、0.95 亿元和 0.16 亿元，收入的波动主要源自市场环境的变化。在债券融资方面，2011 年公司债新政的实施带动了债券承销业务的较快发展，2012~2014 年分别实现债券承销业务收入 1.92 亿元、1.50 亿元和 1.82 亿元。

资产管理业务方面，2012 年以来，受到资管新政的刺激以及通道业务需求上升的影响，广州证券定向资产管理业务规模出现大幅增长，并带动其整体资产管理规模大幅增长。截至 2014 年末，广州证券资产管理总规模为 1,125.81 亿元，较去年同期增长 103.84%，其中定向资产管理规模达到 1,104.63 亿元。广州证券共管理 10 个集合资产管理计划和 108 个定向资产管理项目，集合资管产品以偏债型为主。

信用业务方面，广州证券于 2012 年先后获得融资融券、转融通、股票质押式回购、约定购回式证券交易等业务资格。截至 2014 年 12 月 31 日，广州证券的融资融券业务开户数 13,528 户，融资融券余额 32.56 亿元，较上年同期增长 2.67 倍，其中融出资金余额 32.26 亿元，全年融资融券利息收入达到 1.30 亿元，较上年增长 2.05 倍。2014 年，广州证券通过转融通业务进一步拓宽融资渠道，年末

转融通融入资金余额为 5.82 亿元，此外还积极发展约定购回式证券交易等其他业务增加收入来源，截至 2014 年 12 月 31 日，广州证券约定购回式证券余额 0.2 亿元，股票质押式回购余额 32.95 亿元。

期货业务方面，广州证券于 2009 年 10 月收购冠华期货经纪有限公司（后更名为广州期货有限公司，以下简称“广州期货”）。广州期货目前注册资本 1.28 亿元，具备上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所三大期货交易所的会员资格，主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询等业务。广州期货的经营范围为商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询。广州期货下设 6 家营业部，整体经营态势良好。2014 年，广州期货新增开户 3,289 户，期货经纪业务成交量 1,873 万手，较 2013 年增长 74.97%；期货经纪业务成交金额 2.36 万亿元，较 2013 年增长 65.80%。

为拓展自身金融板块业务渠道，并实现金融产业的多元发展，公司于 2014 年 2 月完成创兴银行交割，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 2014 年末，创兴银行资产总额 1,080.46 亿港元，资金总额 107.84 亿港元；2014 年共实现主营业务收入 18.30 亿港元，其中企业及零售银行业务收入 11.64 亿港元，财资业务收入 4.89 亿港元、证券买卖业务收入 1.39 亿港元。

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，随着广州证券业务领域的不断拓宽，公司金融板块布局稳定推进，综合实力不断增强。

其他板块

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。

公司主要从事新闻纸和涂布纸的产销业务，并分别拥有 600,000 吨和 150,000 吨的产能，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，2012~2014 年分别实现营业收入 24.33 亿元、20.13 亿元和 19.41 亿元。为适应市场需求，并提升竞争实力，2014 年公司投产 250,000 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，2015 年 1~3 月，公司造纸板块实现营业收入 4.42 亿元。

表13：2012~2014年公司造纸板块情况

单位：万吨、亿元

产品	2012		2013		2014	
	产量	收入	产量	收入	产量	收入
新闻纸	51.60	20.95	48.04	17.64	46.43	16.21
涂布纸	4.74	1.68	7.00	1.53	5.16	0.02
其他	-	1.70	-	0.96	-	3.18
合计	-	24.33	-	20.13	-	19.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

建材板块方面，公司主要从事大宗钢材、五金卫浴、水泥及纸袋纸的贸易业务。2012-2014 年公司分别实现营业收入 18,144 万元、33,241 万元和 57,110 万元。

表14：2012~2014年公司建材板块情况

单位：万元

产品	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
大宗钢材	3,785	20.86	15,576	46.85	34,331	60.12
水泥及纸袋纸	289	1.59	1,549	4.67	7,915	13.86
五金卫浴	14,070	77.55	16,116	48.48	14,864	26.02
合计	18,144	100	33,241	100	57,110	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。未来公司将重点开拓金融业务，而地产和交通基建业务的稳定经营亦为金融板块的持续扩大奠定了一定的资金基础。但目前整体宏观经济趋缓的背景下，亦对公司未来的金融市场业务的拓展形成一定的压力，中诚信证评对公司后续经营重心变动情况予以关注。

公司管治

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 3 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。

整体而言，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。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、小额贷款、担保等业务，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，探索战略性新兴产业的发展机会。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 2012、2013、2014 年度财务报告以及未经审计的 2015 年一季度财务报表。所有数据均为合并口径，其中，2012、2013 年财务数据均采用报表重述数。

资本结构

公司地产、交通基建等板块近年来保持平稳发展，金融板块扩张较为迅速，继广州越秀小额贷款有限公司于 2013 年纳入公司的合并报表范围之后，2014 年公司合并范围新增创兴银行股份有限公司、天源证券有限公司、越秀期货有限公司、上海越秀融资租赁有限公司等企业。随着金融板块的扩张和地产、交通等板块的发展，公司 2014 年收入及资产规模快速增长。2012~2014 年，公司总资产分别为 1,293.66 亿元、1,522.41 亿元和 2,776.35 亿元，年均复合增长率达 46.50%。同时，公司自有资本实力持续增强，2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 362.24 亿元、387.09 亿元和 507.71 亿元，年均复合增长率 18.39%。

从债务规模来看，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，近三年其总负债分别为 931.42 亿元、1,135.31 亿元和 2,268.64 亿元。随着负债规模的增长，公司资产负债率不断提高，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 72%、74.57% 和 81.71%，同期总资本化比率分别为 60.69%、63.24% 和 76.36%。截至 2015 年一季度末，公司总资产为 2,921.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 507.09 亿元，期末资产负债率为 82.64%，

总资本化比率为 77.71%。

本次公司债券拟发行规模为 150 亿元，发行完成后，基于 2015 年一季度末数据静态测算，公司资产负债率将小幅上升至 83.49%。

图9：2012~2015.3公司资本结构分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司主要通过长期银行借款和发行债券融资，2012~2014 年，公司总债务分别为 559.33 亿元、665.85 亿元和 1,639.98 亿元，其中短期债务为 320.34 亿元、333.38 亿元和 1,119.11 亿元，长期债务分别为 238.99 亿元、332.47 亿元和 520.87 亿元，同期长短期负债比分别为 1.34、1.00 和 2.15。截至 2015 年一季度末，公司长短期负债比为 2.12。随着本次债券的成功发行，公司的债务期限结构将得到优化。

图10：2012~2015.3公司债务结构分析

单位：亿元



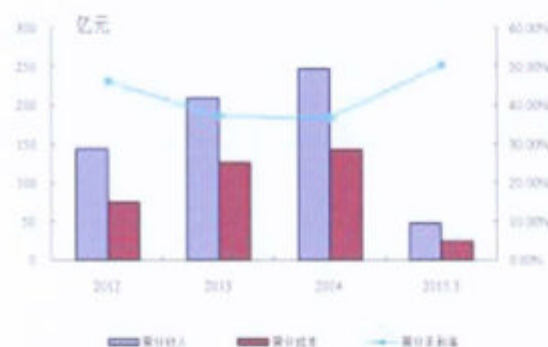
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务的快速扩张，公司资产和负债规模均呈现较快增长，负债比率逐步上升。随着本次债券的发行，公司负债率或将有所提高，杠杆比率将继续上升。

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、金融板块证券业务收入等，近年来随着各业务板块的发展，公司营业总收入增长较快。2012~2014 年公司营业总收入分别为 143.01 亿元和 208.40 亿元和 246.78 亿元，年均复合增长率为 31.36%。2015 年一季度，公司营业总收入为 47.80 亿元。

图11：2012~2015.3公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2012~2014 年公司营业毛利率分别为 46.35%、37.25%和 36.72%，整体看，公司毛利率处于较高水平。截至 2015 年 3 月末，公司营业毛利率为 50.28%。

图12：2012~2015.3公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着业务的发展，公司期间费用规模相应扩大。2012~2014 年，公司期间费用分别为 42.62 亿元、46.79 亿元和 64.79 亿元。从期间费用构成来看，公司期间费用主要为管理费用和财务费用，近年来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。2012~2014 年，公司三费收入占比分别为 29.80%和 22.45%和 26.25%。2015 一季度，公司期间费用合计 17.60 亿元，三费收入占比为 36.82%。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2012~2014 年，公司分别实现利润总额 40.69 亿元、48.90 亿元和 53.96 亿元，年均复合增长率 15.16%。其中，经营性业务利润分别为 7.56 亿元、17.38 亿元和 21.91 亿元，呈现出快速增长态势。

图13：2012~2015.3公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，折旧和利润总额是公司 EBITDA 的主要来源。2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 63.20 亿元、74.47 亿元和 83.08 亿元，年均复合增长率为 14.65%。

图14：2012~2014年公司EBITDA构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总而言之，公司各业务板块持续发展，营业收入逐年上升，且各业务盈利空间较大，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

经营活动现金流方面，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，加之交通基建板块当年收购湖北随岳南高速公路股权等因素发生了较多支出，受此影响，公司经营性现金流呈现净流出状态。2012~2014 年公司经营活动净现金流分别为-38.85 亿元、-12.03 亿元和-29.16 亿元，同期公司经营活动净现金/总债务分别为-0.07、-0.02 和-0.02 倍，经营活动净现金/利息支出分别为-1.36、-0.41 及-0.91 倍，整体看，公司经营性现金流对债务本息保障能力有待提高。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，公司获利能力良好，EBITDA 规模逐年扩大，2012~2014 年分别为 63.20 亿元、74.47 亿元和 83.08 亿元，公司同期总债务/EBITDA 指标分别为 8.85、8.94 和 19.74 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.21、2.57 和 2.58 倍，表明公司 EBITDA 对债务利息的保障程度很好且较为稳定。

表15：2012~2014年公司偿债能力分析

单位：亿元			
偿债指标	2012	2013	2014
EBITDA	63.20	74.47	83.08
经营活动净现金流	-38.85	-12.03	-29.16
短期债务	320.34	333.38	1,119.11
长期债务	238.99	332.47	520.87
总债务	559.33	665.85	1,639.98
经营净现金流/总债务(X)	-0.07	-0.02	-0.02
经营净现金流/利息支出(X)	-1.36	-0.41	-0.91
总债务/EBITDA(X)	8.85	8.94	19.74
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	2.57	2.58

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司取得银行授信额度合计为 624.75 亿元，其中尚未使用额度为 236.04 亿元，具备一定的备用流动性。

对外担保方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司对外担保余额 100.00 亿元，全部为子公司越秀金控对金鹰基金设立的保本混合型基金产品提供的保证担保。

综合来看，公司房地产、金融、交通基建等板块发展态势良好，近年来公司营业收入持续增长，并具备很强的盈利能力，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，公司偿债风险极低。

结 论

综上，中诚信证评评定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；评定“广州越秀集团有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

关于2015年广州越秀集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

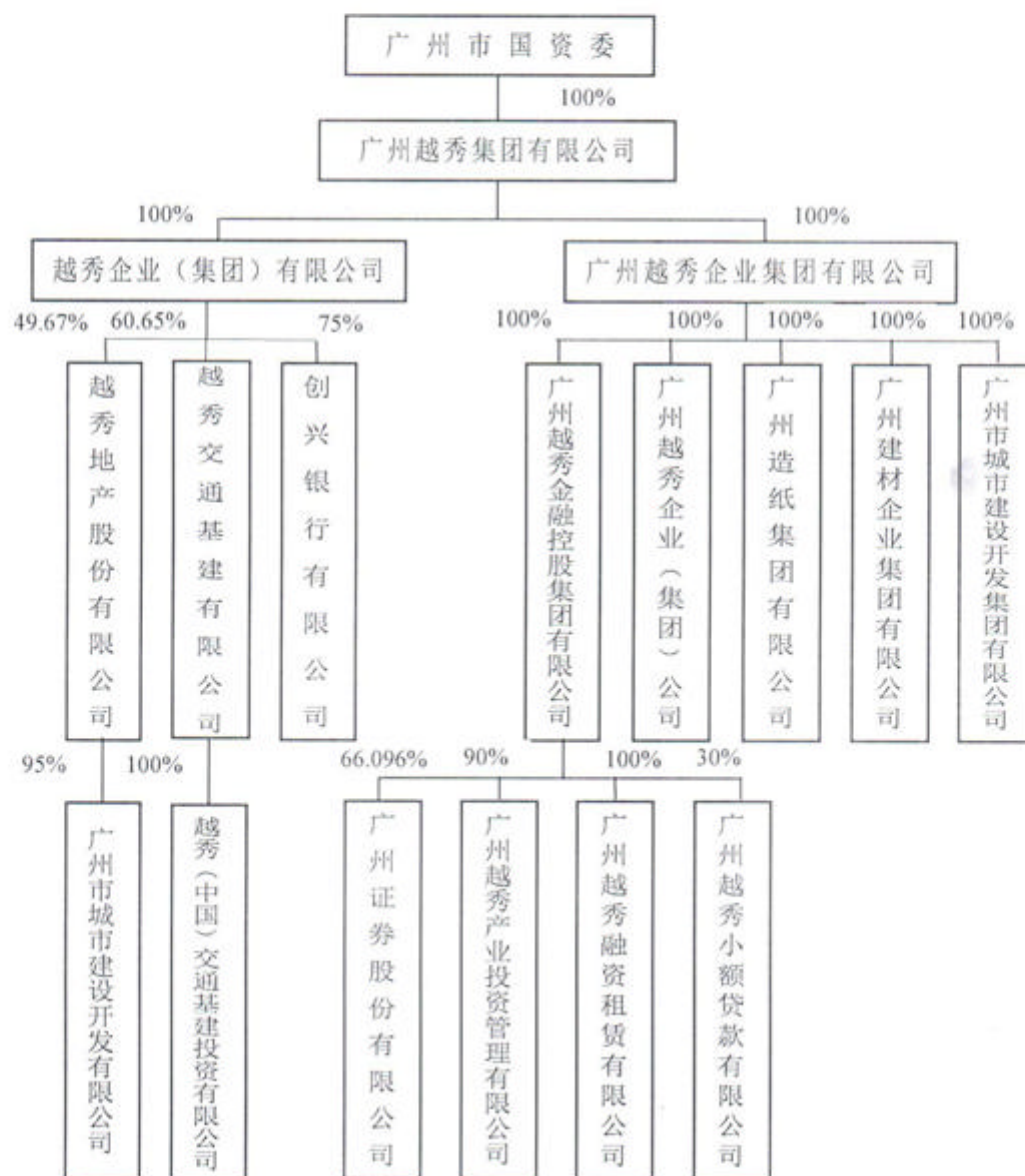
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：广州越秀集团有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：广州越秀集团有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：广州越秀集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,787,834.82	2,424,084.21	5,012,011.70	4,594,450.07
应收账款净额	71,110.54	68,948.58	103,102.60	119,119.97
存货净额	3,804,620.13	5,317,024.73	6,180,129.76	6,407,058.46
流动资产	8,177,922.81	9,242,451.57	14,479,548.62	14,968,143.96
长期投资	1,702,195.61	2,482,386.12	3,761,867.01	4,221,117.37
固定资产合计	1,356,667.53	1,792,784.44	2,375,576.97	2,356,556.31
总资产	12,936,639.78	15,224,066.66	27,763,530.27	29,218,718.11
短期债务	3,203,370.56	3,333,886.03	11,191,166.38	12,013,251.94
长期债务	2,389,892.10	3,324,651.33	5,208,666.36	5,662,754.90
总债务（短期债务+长期债务）	5,593,262.66	6,658,537.37	16,399,832.74	17,676,006.84
总负债	9,314,196.38	11,353,136.05	22,686,404.79	24,147,795.34
所有者权益（含少数股东权益）	3,622,443.40	3,870,930.61	5,077,125.48	5,070,922.77
营业总收入	1,430,149.86	2,084,030.75	2,467,797.94	478,029.20
三费前利润	501,811.33	641,659.65	866,979.62	214,580.15
投资收益	143,665.52	36,146.28	114,050.60	10,137.16
净利润	275,215.55	320,444.60	354,213.70	24,037.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	631,983.16	744,740.60	830,765.37	-
经营活动产生现金净流量	-388,528.05	-120,287.79	-291,586.20	286,287.13
投资活动产生现金净流量	-104,185.75	-619,424.22	215,403.90	-686,135.53
筹资活动产生现金净流量	860,204.80	1,403,901.34	3,071,440.74	-24,992.50
现金及现金等价物净增加额	367,015.41	663,549.83	3,000,636.29	-424,802.22
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率（%）	46.35	37.25	36.72	50.28
所有者权益收益率（%）	7.60	8.28	6.98	1.90
EBITDA/营业总收入（%）	44.19	35.74	33.66	-
速动比率（X）	0.73	0.61	0.54	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	-0.07	-0.02	-0.02	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.12	-0.04	-0.03	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.36	-0.41	-0.91	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	2.57	2.58	-
总债务/EBITDA（X）	8.85	8.94	19.74	-
资产负债率（%）	72.00	74.57	81.71	82.64
总资本化比率（%）	60.69	63.24	76.36	77.71
长期资本化比率（%）	39.75	46.20	50.64	52.76

注：1、上述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、2015年第1季度所有者权益收益率指标已经年

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

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（营业总收入净额）/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。