



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪083号

## 广发证券股份有限公司：

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“广发证券股份有限公司2013年公司债券”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  
二零一九年四月二十四日

## 广发证券股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2019）

<b>发行主体</b>	广发证券股份有限公司		
<b>债券代码、简称</b>	品种一：112181	13 广发 01	
	品种二：112182	13 广发 02	
	品种三：112183	13 广发 03	
<b>发行规模</b>	人民币 120 亿元		
<b>存续期限</b>	3+2 年期，15 亿元，2013/06/17-2018/06/16		
	5 年期，15 亿元，2013/06/17-2018/06/16		
	10 年期，90 亿元，2013/06/17-2023/06/16		
<b>上次评级时间</b>	2018/04/19		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

注：13 广发 01、13 广发 02 已经正常到期兑付

### 概况数据

广发证券	2016	2017	2018
资产总额（亿元）	3,598.01	3,569.05	3,891.06
所有者权益（亿元）	813.53	886.26	886.29
净资产（亿元）	668.19	636.65	585.63
营业收入（亿元）	207.14	216.39	152.70
净利润（亿元）	84.09	90.83	46.32
EBITDA（亿元）	178.09	192.77	144.09
资产负债率（%）	70.32	69.64	73.20
摊薄的净资产收益率（%）	10.23	10.13	5.06
净资产/净资产（%）	93.22	83.79	77.20
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.63	1.79
总债务/EBITDA（X）	9.13	8.91	13.98
风险覆盖率（%）	256.32	248.78	222.75
资本杠杆率（%）	21.37	22.49	19.51
流动性覆盖率（%）	305.17	155.59	404.53
净稳定资金率（%）	139.14	134.47	139.77
净资本/负债（%）	40.61	38.95	30.36
净资产/负债（%）	43.57	46.48	39.33
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	32.09	35.07	29.35
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	156.62	155.11	240.67

注：1、公司净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；  
2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。

### 基本观点

2018 年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受 A 股行情震荡下行、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”或“公司”）突出的行业地位、业务发展均衡、综合服务能力强、网点布局较为完善等正面因素对公司及本次债券信用状况的有力支撑。同时，我们也关注到宏观经济筑底，业务发展承压、行业监管全面趋严、公司盈利下滑等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持广发证券主体信用级别 AAA，评级展望稳定，维持“广发证券股份有限公司 2013 年公司债券”信用级别为 AAA。

### 正面

- 突出的行业地位。公司多项主要经营指标连续多年位居行业前列，2018 年，公司总资产、净资产和净资本排名分列第 2、第 5 和第 7 位，营业收入和净利润排名分列第 7 和第 6 位。
- 业务发展均衡，综合服务能力强。公司各主要业务均衡发展，各项主要经营指标尤其是 IPO 主承销家数和本土研究水平多年名列行业前列。目前，公司已形成了金融集团化架构，使得公司服务客户能力持续提升。
- 网点布局较为完善。截至 2018 年末，公司已在中国大陆 31 个省、直辖市、自治区设有 20 家分公司，264 家营业部，其中广东地区分布了 116 家，是目前全国规模最大、经营范围最宽、机构分布最广的证券公司之一，在广东有很大的区域优势。

### 关注

- 宏观经济筑底，业务发展承压。目前中国经济仍处于“L”型筑底阶段，房地产调控和金融强

## 分析师

郑耀宗 [yzzheng@ccxr.com.cn](mailto:yzzheng@ccxr.com.cn)

马昊天 [haotianma@ccxr.com.cn](mailto:haotianma@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年4月24日

监管背景下投资面临下行压力，证券市场信心不足。2018年以来，资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行，市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业业务发展承压。

- 行业监管全面趋严。近年来，监管层提出防范化解系统性金融风险，对同业、理财、表外业务三个领域进行重点监管；同时《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》已实施。金融强监管背景下，证券公司的合规、风控和经营适应能力将受到考验。
- 盈利下滑。2018年，证券市场行情震荡下行，在市场环境影响下行业整体经营业绩出现下滑。受市场行情下行和海外基金亏损的影响，公司盈利有所下降，2018年营业收入同比降低29.43%，净利润同比降低49.01%。同时，创新业务及国际化的拓展对公司内部控制、风险管理水平和合规运营能力提出更高要求。

## 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委托方构成委托关系外，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](http://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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

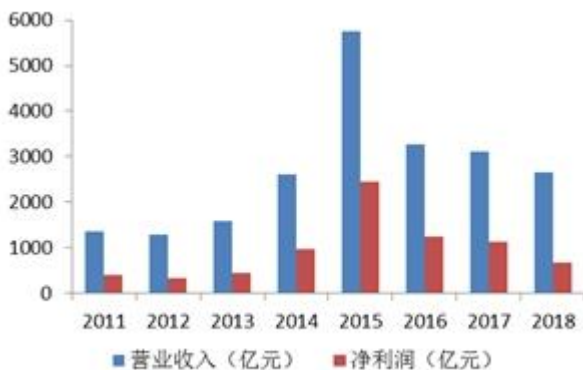
6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 基本情况

2018年资本市场延续降杠杆、去通道、严监管趋势，受A股行情震荡下行、市场流动性下降、信用违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规出台等因素的影响，证券行业营收及利润同比下滑。公司多个板块收入下滑，但多项业务指标仍居行业前列，综合竞争实力依然很强

根据证券业协会数据，截至2018年末，中国证券行业的总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产、净资产和净资本分别为6.26万亿元、5.32万亿元、1.89万亿元和1.57万亿元。其中，总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较年初分别上升1.95%和4.72%；净资产、净资本较年初分别增长2.16%和下降0.63%，证券行业财务杠杆倍数（扣除客户交易结算资金后的总资产/净资产）由上年末的2.75倍上升至2.81倍。2018年，证券行业营业收入、净利润双双下滑，营业收入和净利润分别为2,662.87亿元和666.20亿元，同比分别减少27.32%和41.04%。

图1：2011~2018年证券公司营业收入和利润情况



资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

分业务板块来看，2018年证券行业各主要业务条线全面承压，实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）623.42亿元、证券承销与保荐业务净收入258.46亿元、财务顾问业务净收入111.50亿元、投资咨询业务净收入31.52亿元、资产管理业务净收入275.00亿元、证券投资收益（含公允价值变动）800.27亿元和利息净收入214.85亿元，同比分别减少24.06%、32.72%、11.06%、7.18%、11.35%、7.05%和38.28%。2018年，受A股行情震荡下行、信用

违约事件频发、项目审核趋严趋缓以及资管新规冲击等因素的影响，证券行业总体盈利下滑。

图2：2018年证券行业收入结构



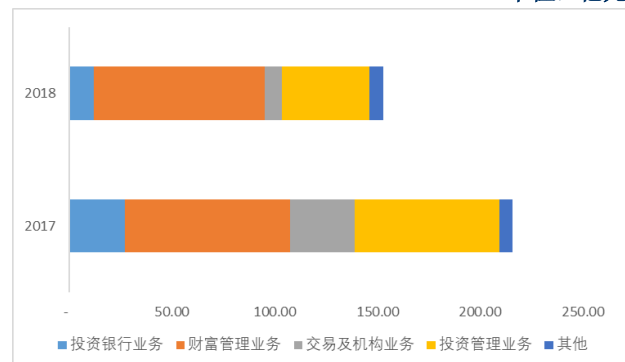
资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

公司拥有证券全业务牌照，主要业务包括投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理，各项主要业务相对均衡发展。

2018年证券公司业务发展全面承压，当期公司实现营业收入152.70亿元，同比下降29.43%；实现净利润46.32亿元，同比下降49.01%。分板块来看，公司投资银行业务板块实现营业收入12.04亿元，同比大幅下降55.71%；财富管理业务板块实现营业收入82.99亿元，同比增加3.34%；交易及机构业务板块实现营业收入8.61亿元，同比大幅下降72.53%；投资管理业务板块实现营业收入42.44亿元，同比下降39.73%。2018年投资银行、财富管理、交易及机构业务和投资管理业务收入占公司营业收入的比重分别为7.88%、54.35%、5.64%和27.79%，占比较上年分别变动-4.68、17.23、-8.84和-4.75个百分点。

图3：2017~2018年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，2018年公司分类评价保持A类AA级，反映出监管

部门对于当期公司合规风控水平的肯定。在 2018 年度证券公司的经营业绩（公司年报披露、母公司口径，数据未经审计）排名中，公司总资产、净资产和净资本排名分列第 2 位、第 5 位和第 7 位，营业收入和净利润排名分列第 7 位和第 6 位。

表 1：2016~2018 年公司经营业绩排名

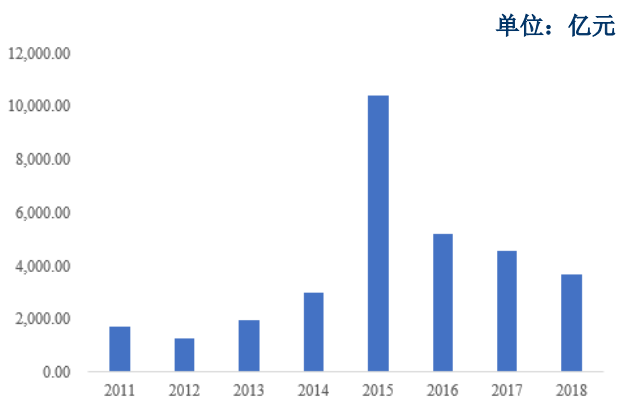
	2016	2017	2018
总资产	5	5	2
净资产	5	4	5
净资本	4	4	7
营业收入	4	4	7
净利润	4	5	6

注：净资产、净资本根据母公司数据统计；其余指标根据合并口径数据统计。2018 年度排名根据母公司未经审计数据进行统计。  
资料来源：公司定期报告，中国证券业协会，中诚信证评整理

### 2018 年证券市场震荡下行，股基交易量大幅收缩；同期证券经纪业务行业竞争充分，佣金率持续下行。公司积极应对市场变化，调整业务布局

2018 年以来，受中美贸易战、国内经济增速放缓等国内外因素的共同影响，上证综指震荡下跌，截至 2018 年末，上证综指收盘于 2,493.90 点，较年初下跌 24.59%；全年 A 股市场日均成交额为 3,694 亿元，同比减少 19.45%。同时，证券经纪业务市场维持高度竞争态势，行业佣金费率维持下行趋势，受上述因素影响，2018 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比减少 24.06%。

图 4：2011~2018 年证券市场日均交易金额



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

公司财富管理板块主要包括零售经纪及财富管理、融资融券、回购交易、融资租赁及互联网小贷业务。截至 2018 年末，公司已在中国大陆 31 个省、直辖市、自治区设立了 20 家分公司、264 家证

券营业部，与上年末持平。2018 年，公司积极应对市场变化，调整业务布局，当年财富管理业务板块全年实现营业收入 82.99 亿元，同比增长 3.34%，占营业收入的比例为 54.35%，占比较上年上升 17.13 个百分点。

科技金融领域，公司自主研发的机器人投顾贝塔牛第三期上线。公司继续深化在人工智能与移动交易终端领域的布局，完成“智慧广发”智能化应用战略支撑平台的设立，并发布了“智能客服”、“智能语音助手”、“精准资讯”等多项智能化应用。截至 2018 年末，公司手机证券用户数量为 2,202 万户，官方微信用户超过 300 万户；机器人投顾贝塔牛累计服务客户数超过 70 万，实现金融产品销售额达 186 亿元。在代销金融产品业务领域，2018 年公司代销各类金融产品合计 5,835.52 亿元，实现代销金融产品业务手续费及佣金净收入为 1.51 亿元，同比增加 22.58%。在 2018 年市场交投低迷及佣金率继续下降的大背景下，公司股票、证券投资基金及债券的交易金额分别为 78,723.64 亿元、4,284.26 亿元和 229,423.42 亿元，所占市场份额分别为 4.37%、2.09%和 4.84%，占比较上年分别下降 0.12 个百分点、上升 1.21 个百分点和下降 1.65 个百分点；2018 年公司股票基金成交量 8.3 万亿元，同比下降 19.18%。

表 2：2017~2018 年公司代理买卖证券交易金额和市场份额

单位：万亿元、%

证券种类	2017		2018	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额
股票	10.10	4.49	7.87	4.37
基金	0.17	0.88	0.43	2.09
债券	33.57	6.49	22.94	4.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期货经纪业务方面，公司通过下属全资子公司广发期货有限公司（简称“广发期货”，下同）开展期货经纪业务。2018 年，广发期货实现期货经纪业务佣金及手续费净收入为 3.36 亿元，较上年基本持平。此外，广发期货同时开展仓单贸易业务，2018 年共实现贸易业务收入 11.87 亿元，同比有较大增长，业务成本同时增加。

在境外，广发证券通过间接全资持股的子公司广发证券（香港）经纪有限公司（简称“广发经纪

（香港）”，下同）向高净值人群及零售客户提供香港联交所及其他国外交易所上市股票的经纪业务，2018年，广发经纪（香港）实现证券经纪业务净收入3.54亿元，同比增长21.29%。

融资融券业务方面，2018年证券二级市场行情震荡下行，个别股票连续跌停，市场融资融券余额下降。当年公司融资融券业务风险有所暴露，公司谨慎计提资产减值，同时加强清收、主动收缩业务规模，融资融券余额大幅减少。截至2018年末，公司融资融券余额398.77亿元，同比下降28.8%；市场份额5.28%，较上年下降0.18个百分点。2018年，公司融资融券业务实现利息收入38.05亿元，同比减少7.35%。

回购业务方面，受质押新规及市场大幅回调影响，2018年公司股票质押式回购业务规模有所下降。截至2018年末，公司通过自有资金开展股票质押式回购业务余额为223.11亿元，同比下降16.06%。2018年，公司实现回购交易业务利息收入15.99亿元，同比增长35.73%。

另外，为了增强综合金融服务能力，公司通过子公司广发融资租赁（广东）有限公司（以下简称“广发融资租赁”）和联营企业广东广发互联小额贷款股份有限公司（以下简称“广发互联小贷”）分别开展融资租赁和互联网小额贷款业务。截至2018年末，广发融资租赁的应收融资租赁款净额为48.42亿元。

总体来看，公司财富管理业务受市场行情波动及竞争加剧影响较大，2018年市场份额略有下降，股票质押式回购业务规模有回落。但公司财富管理业务市场份额位居行业前列，竞争实力依然很强。

### 2018年股权融资业务规模大幅下滑；债券市场扩容速度减缓，债券融资规模整体平稳，但整体市场竞争加剧。公司股权融资业务出现较大幅度下滑，债券融资业务承销期数有所增加，但收入亦有所下滑

2018年以来，受IPO审核全面从严及再融资进度放缓影响，股权融资业务规模大幅下滑。根据东方财富统计，2018年，沪深两市IPO首发家数合计103家，首发募集资金1,374.88亿元，同比分别减

少75.53%和37.11%。同期，受去杠杆政策影响，债券市场扩容持续放缓，全年新发行债券43.76万亿元，同比增长7.94%，增幅较2017年下降5.08个百分点。

公司投资银行业务包含股权融资业务，债券融资业务和财务顾问业务。其中，财务顾问涵盖了上市公司并购重组、新三板挂牌等业务。

2018年，受经济格局变化、监管政策调整的影响，在股权融资方面，公司过去以中小企业为主的业务模式受到较大冲击，2018年股权融资业务出现较大幅度下滑。2018年，公司完成股权融资项目20个，较上年下降41个，行业排名第5；主承销金额128.36亿元，行业排名第11；其中，IPO主承销家数为7家，较上年减少26家，行业排名第6，主承销金额37.95亿元，行业排名第7。2018年，公司实现股票承销及保荐净收入4.33亿元，同比下降70.20%。

债券融资方面，2018年公司继续加快客户结构战略转型，持续拓展和储备优质大型客户，同时将风险防范放在更加重要的位置，着力提升质量控制和后续督导管理水平，全年主承销发行债券161期，较上年增加40期，2018年市场排名第10；主承销金额963.16亿元，同比下降17.20%，2018年市场排名第12，主要是由于债券额度分期发行，平均每期发行规模下降；实现债券承销及保荐业务净收入4.18亿元，同比减少29.12%。

表 3：2017~2018 年公司投资银行业务情况

项目	2017		2018		
	主承销金额(亿元)	发行数量	主承销金额(亿元)	发行数量	
股权融资	IPO	169.65	33	37.95	7
	再融资	201.07	28	90.41	13
	小计	370.72	61	128.36	20
债务融资	企业债	109.00	10	48.00	7
	公司债	644.67	85	638.48	103
	非金融企业债务融资工具	69.78	11	132.90	34
	金融债	256.80	9	142.80	16
	可交债	83.00	6	0.98	1
	小计	1,163.24	121	963.16	161
合计	1,533.96	182	1,091.52	181	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务顾问业务方面，2018年，并购重组市场并购家数上升，交易规模同比下降。公司担任财务顾问的重大资产重组项目10家（包括通过中国证监会并购重组委项目和非行政许可类重大资产重组项目），较上年减少6家，行业排名第5；实现并购重组财务顾问净收入0.99亿元，同比减少68.63%。

此外，在海外投资银行业务领域，公司主要通过间接全资持股的子公司广发融资（香港）有限公司（以下简称“广发融资（香港）”）开展相关业务。2018年，广发融资（香港）完成主承销（含IPO、再融资及债券发行）、财务顾问和并购等项目合计19个，较上年减少14个，2018年实现营业收入0.56亿元，同比减少45.02%。

总体来看，2018年以来，IPO审核全面趋严，市场再融资进度放缓，中小企业融资难度增加，公司股权融资业务受到较大冲击；债券融资业务受市场竞争加剧影响，收入有所下滑，公司投行业务明显承压。

### 2018年以来，股票市场行情震荡下跌，债券市场震荡走强。公司权益投资下滑，固定收益投资业务增长，公司交易及机构业务整体收入同比大幅下降

2018年，国内外多种因素共振，市场波动剧烈，A股市场全年单边下行，上证综指下跌24.59%，深证综指下跌33.25%。同时，货币政策边际放松，债券市场震荡走强，中债综合财富指数全年上涨8.22%。

公司交易及机构业务板块主要包括权益及衍生品交易业务、固定收益销售及交易业务、柜台市场销售及交易业务、另类投资业务、投资研究业务及资产托管业务。2018年，国内股市大幅波动，交易及机构业务实现收入8.61亿元，同比下降了72.53%。

权益及衍生品交易业务主要从事股票及股票挂钩金融产品及股票衍生产品的做市及交易。2018年股市震荡下行，上证综指、深证成指、中小板指和创业板指较上年末全线下跌，2018年权益及衍生品交易业务实现投资收益净额（含公允价值变动损

益）-2.19亿元。

固定收益销售及交易业务主要面向机构客户销售公司承销的债券，亦从事固定收益金融产品及利率衍生品的做市及交易。公司在中国银行间债券市场及交易所交易多类固定收益及衍生产品，并提供做市服务。公司大力拓展FICC业务，目前已获得上海黄金交易所会员资格；另外，公司通过广发控股香港已初步搭建了国际化的FICC平台。公司是首批获得银行间债券市场尝试做市商资格的13家券商之一。2018年，公司结合债市震荡走强的市场环境，增加债券投资规模，通过对久期、杠杆和投资规模的综合控制，获得较好的收益，2018年，公司固定收益销售及交易业务投资收益净额（含公允价值变动损益）为45.51亿元，同比增长21.70%。

公司设计及销售多种柜台市场产品，包括非标准化产品、收益凭证以及场外衍生品等；同时，通过柜台市场为非标准化产品以及收益凭证产品提供流动性支持。截至2018年末，公司柜台市场累计发行产品数量10,336只，累计发行产品规模约6,240亿元，期末产品市值约758.83亿元。2018年全年公司新发产品数量4,228只，新发产品规模约1,592.41亿元。截至2018年底，公司为138家新三板企业提供做市服务。

投资研究业务主要为机构客户提供包括宏观经济与策略、行业与上市公司、金融工程等多领域的投资研究服务。公司的股票研究涵盖中国29个行业和逾669家在中国上市公司，以及逾57家香港联交所的上市公司。公司研究能力较强，2018年，在《IAMAC中国保险资管》、《水晶球》、《金牛奖》评选中均获团队第1。2018年，公司实现投资研究业务营业收入3.37亿元，同比减少1.53%。

资产托管业务方面，截至2018年末，公司提供资产托管及基金运营服务的总资产规模为人民币1,866.71亿元，同比增长23.75%；其中托管产品规模为776.73亿元，提供基金服务产品规模为1,089.97亿元。

另类投资方面，公司通过广发乾和投资有限公司（以下简称“广发乾和”）以自有资金开展以股权投资业务为主的另类投资业务。2018年广发乾和共完成24个股权投资项目，投资金额8.21亿元；已



累计完成股权投资项目 98 个，其中有 4 个项目已通过 IPO 上市，有 12 个股权项目通过上市公司并购等其他方式实现退出。截至 2018 年末，广发乾和总资产 39.23 亿元，当年实现营业收入 1.32 亿元，净利润 0.33 亿元。

总体来看，公司结合市场行情积极调整金融产品持仓，同时扩大机构客户的范围和数量，为其提供多样化的金融服务，进一步丰富收入来源，整体竞争力不断提升。但同时，公司的投资业绩受市场行情影响较大，存在一定的波动。

### 2018 年资管新规正式发布，通道业务规模压缩，主动管理能力重要性凸显，行业受托管资金本金规模进一步下降。公司积极调整资管产品结构，受托资产管理规模有所下降

2018 年 7 月，一行三会共同参与制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“资管新规”）正式发布，廓清资管行业和资管产品本质，并对刚兑和资金池概念进行界定，为后续资管行业规范设立标准，主要对阻断监管嵌套、打破刚兑、非标处置等方面做出规定，过渡期延长至 2020 年底。在资管新规影响下，券商资管业务的主动管理能力将成为重要的竞争力来源。截至 2018 年末，证券公司托管证券市值 32.62 万亿元，受托管理资金本金总额 14.11 万亿元，同比减少 18.25%。

公司通过广发证券资产管理（广东）有限公司（简称“广发资管”，下同）、广发期货及广发资产管理（香港）有限公司（以下简称“广发资管（香港）”）开展资产管理业务。截至 2018 年末，广发资管管理规模为 3,814.11 亿元，同比下降 27.13%，其中集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理业务规模分别为 1,807.25 亿元、1,771.48 亿元和 235.38 亿元，较上年末分别下降 25.88%、下降 31.52% 和增长 12.73%。此外，广发期货开展期货资产管理业务，截至 2018 年末，广发期货资产管理规模为 10.73 亿元。

表 4：2017~2018 年末广发资管资产管理业务规模情况

单位：亿元		
项目	2017	2018
资产管理业务规模	5,233.83	3,814.11
其中：定向资产管理业务规模	2,586.79	1,771.48
集合资产管理业务规模	2,438.24	1,807.25
专项资产管理业务规模	208.80	235.38

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司通过广发资管（香港）开展海外资管业务。广发资管（香港）通过公募基金、私募基金和委托管理账户等多种模式进行资产管理和投资运作，截至 2018 年末，管理资产规模 30.39 亿港元。

基金管理业务方面，截至 2018 年末，市场公募基金资产管理规模合计为 13.03 万亿元，同比增加 12.33%。公司主要通过控股子公司广发基金管理有限公司（以下简称“广发基金”）和参股公司易方达基金管理有限公司（以下简称“易方达基金”）开展基金管理业务。截至 2018 年末，广发基金和易方达基金管理的公募基金规模分别为 4,684.45 亿元和 6,540.28 亿元，同比分别增长 67.34% 和 7.63%，剔除货币市场型基金和短期理财债券基金后的规模合计分别为 1,989.20 亿元和 2,553.23 亿元，行业排名分别为第 6 和第 1（数据来源：银河证券基金研究中心，2019）。2018 年，广发基金实现营业收入 22.68 亿元，同比减少 23.29%；实现净利润 4.54 亿元，同比减少 52.12%。易方达基金实现营业收入 53.04 亿元，同比增长 14.26%；净利润 13.65 亿元，同比减少 2.66%。

公司通过全资子公司广发信德投资管理有限公司（以下简称“广发信德”）从事私募股权投资管理业务。2018 年，广发信德及其管理的基金共完成 46 个股权投资项目，投资金额近 30 亿元；截至 2018 年末，广发信德及其管理的基金已完成 243 个股权投资项目投资，其中有 20 个项目已通过 IPO 上市；有 60 个项目通过上市公司并购等方式实现退出。截至 2018 年末，广发信德设立并管理 34 支私募基金，管理客户资金总规模近百亿元。2018 年，由于处置金融工具投资收益减少，及新金融工具准则下，所持金融资产的公允价值变动将更多的由计入其他综合收益变为计入当期利润，加大利润波动。当年广发信德实现营业收入 5.18 亿元，同比减少 63.92%；实现净利润 3.49 亿元，同比减少 62.53%。

总体来看，在去通道化的大背景下，公司积极调整资管产品结构，受托管理资产规模有所下降。公司下属广发基金、参股易方达基金的收入和利润良好，同时私募股权投资管理业务稳定发展。2018年公司投资管理业务收入有所下降，但仍是重要的收入来源。

## 财务分析

以下分析主要基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016和2017年度审计报告及经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年度审计报告。报告中对净资产、净资本、净资本/负债等风险控制指标的描述和分析均采用母公司口径数据。

## 资产质量

2018年证券市场交投低迷，客户资金持续减少；同期公司提高了金融资产的投资规模，总资产规模增长。截至2018年末，公司资产总额为3,891.06亿元，同比增长9.02%；同期由于客户资金减少，剔除代理买卖证券款后，公司总资产为3,306.61亿元，同比增长13.29%。截至2018年末，公司所有者权益为886.29亿元，同比基本持平

从公司资产流动性来看，公司自有现金及现金等价物有所上升，截至2018年末，公司自有资金及现金等价物余额为230.86亿元，同比大幅增长94.10%，主要来自于自有银行存款的增加。从公司所持有金融资产（不含衍生工具）的结构来看，自2018年起公司对金融资产采用新金融工具准则进行分类，各类金融资产列示科目发生较大变化。截至2018年末，交易性金融资产余额882.85亿元，债权投资余额69.00亿元，其他债权投资和其他权益工具投资余额903.07亿元，金融资产总计1,854.92亿元，较上年末增长19.03%。公司所持金融资产中以债券为主，截至2018年末，公司债券类投资占公司持有金融资产余额的65.73%，与上年末基本持平。公司债权投资主要为地方债和证券公司理财产品，其他债权投资以金融债和公司债为主，现有资产质量尚可。同时，公司适度配置股票、基金及其他金融工具，截至2018年末，公司所持

股票类投资和基金类投资在金融资产余额中占比分别为12.42%和12.18%，较上年末分别提升了3.43和2.56个百分点。

表5：2016~2018年末公司金融资产余额明细

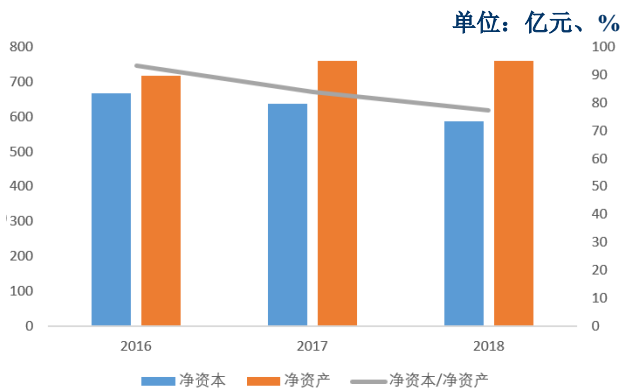
单位：亿元

科目	分类	2016	2017	2018
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	权益工具	44.14	58.71	-
	债券	306.83	403.87	-
	基金	176.97	100.12	-
	其他	89.72	69.69	-
	<b>小计</b>	<b>617.67</b>	<b>632.39</b>	-
交易性金融资产	权益工具	-	-	122.44
	债券	-	-	384.20
	基金	-	-	225.98
	理财产品	-	-	118.60
	信托计划	-	-	2.63
	其他	-	-	28.99
<b>小计</b>	-	-	<b>882.85</b>	
可供出售金融资产	权益工具	90.24	81.32	-
	债券	586.76	612.29	-
	基金	35.05	49.84	-
	其他	208.76	182.50	-
<b>小计</b>	<b>920.81</b>	<b>925.94</b>	-	
债权投资	债券	-	-	39.89
	委托贷款	-	-	0.60
	贷款	-	-	6.25
	证券公司理财产品	-	-	12.36
	其他	-	-	9.89
	<b>小计</b>	-	-	<b>69.00</b>
其他工具	债权投资	-	-	795.13
	权益工具	-	-	107.94
<b>小计</b>	-	-	<b>903.07</b>	
<b>合计</b>		<b>1,538.47</b>	<b>1,558.33</b>	<b>1,854.92</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

凭借较为稳健的经营策略及有效的资本补充渠道，公司近年来净资产（母公司口径，下同）规模保持在较高水平。截至2018年末，公司净资产为758.61亿元，较上年末下降0.16%；净资本为585.63亿元，较上年末减少8.01%；净资本/净资产为77.20%，较上年末下降6.59个百分点。公司近三年净资本/净资产的比率保持在75%以上，远高于20%的监管标准。

图 5：2016~2018 年末公司净资产和净资本变化情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司各项风险控制指标看，根据证监会 2016 年 6 月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》（2016 年修订版）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，公司以净资本和流动性为核心的各项风险指标均处于合理水平，进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。此外，截至 2018 年末，公司剔除代理买卖证券款后的资产负债率为 73.20%，较年初上升 3.56 个百分点；流动性覆盖率为

404.53%，远高于监管要求。

表 6：2016~2018 年末公司各风险控制指标情况

指标名称	标准	2016	2017	2018
净资本 (亿元)	$\geq 2$	668.19	636.65	585.63
净资产 (亿元)	$\geq 5$	716.79	759.80	758.61
风险覆盖率 (%)	$\geq 100$	256.32	248.78	222.75
净资本/净资产 (%)	$\geq 20$	93.22	83.79	77.20
资本杠杆率 (%)	$\geq 8$	21.37	22.49	19.51
流动性覆盖率 (%)	$\geq 100$	305.17	155.59	404.53
净稳定资金率 (%)	$\geq 100$	139.14	134.47	139.77
净资本/负债 (%)	$\geq 8$	40.61	38.95	30.36
净资产/负债 (%)	$\geq 10$	43.57	46.48	39.33
自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	$\leq 100$	32.09	35.07	29.35
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	$\leq 500$	156.62	155.11	240.67

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2018 年末公司与国内主要证券公司风险控制指标比较

指标名称	国泰君安	海通证券	广发证券	华泰证券	东方证券
净资本 (亿元)	963.65	752.92	<b>585.63</b>	467.43	402.35
净资产 (亿元)	1,117.57	1,068.59	<b>758.61</b>	786.83	482.93
风险覆盖率 (%)	312.79	249.31	<b>222.75</b>	193.75	289.74
资本杠杆率 (%)	29.32	27.06	<b>19.51</b>	19.05	16.31
流动性覆盖率 (%)	364.80	188.90	<b>404.53</b>	619.25	290.43
净稳定资金率 (%)	137.73	135.49	<b>139.77</b>	130.39	151.97
净资本/净资产 (%)	86.23	70.46	<b>77.20</b>	59.41	83.32
净资本/负债 (%)	63.04	50.16	<b>30.36</b>	29.72	31.86
净资产/负债 (%)	73.11	71.20	<b>39.33</b>	50.08	38.24
自营权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	27.92	30.78	<b>29.35</b>	60.50	22.18
自营非权益类证券及其衍生品/净资本 (%)	82.27	57.72	<b>240.67</b>	108.16	254.41

注：净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径。

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司资产规模扩大，金融资产投资增加，资产负债率上升，同期净资本规模有所下降。但是公司资产安全性较好，负债规模仍处于合理水平，净资本实力依然较强，公司各项风险控制指标均处于合理水平。

## 盈利能力

经纪业务收入与仍然是公司收入的重要来源，加之国内证券市场避险工具的运用渠道有限，因此

公司整体的盈利水平与证券市场的走势表现出较大的相关性。2018 年，在 A 股震荡下滑、债市违约频现导致市场紧张情绪、IPO 审批减速等诸多不利因素下，公司多项业务收入下滑，当年实现营业收入 152.70 亿元，同比下降 29.43%。

表 8：2016~2018 年公司营业收入情况

单位：亿元

	2016	2017	2018
手续费及佣金净收入	130.15	112.28	86.19
其中：经纪业务			
手续费净收入	53.81	43.36	34.53
投资银行业务			
手续费净收入	32.81	27.55	12.16
资产管理及基金			
管理业务手			
续费净收入	41.58	39.82	37.43
利息净收入	7.28	4.70	36.89
投资收益	67.50	94.06	33.58
公允价值变动收益	1.82	0.44	-22.92
汇兑损益	-0.26	0.02	-0.21
资产处置收益	0.02	0.02	0.01
其他收益	-	4.41	7.06
其他业务收入	0.62	0.46	12.11
<b>营业收入合计</b>	<b>207.14</b>	<b>216.39</b>	<b>152.70</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业收入的构成来看，手续费及佣金收入是公司的主要收入来源，2018 年公司实现手续费及佣金净收入 86.19 亿元，同比减少 23.24%；在营业收入中的占比为 56.44%，较上年增长 4.55 个百分点。从手续费及佣金收入的构成来看，证券经纪业务仍为重要来源，但其占比逐年下降。2018 年，股票市场震荡下跌，股基交易量有所下降，经纪业务进一步收缩，公司经纪业务手续费净收入为 34.53 亿元，同比下降 20.36%。

投资银行业务收入方面，2018 年 IPO 发行减缓，审核全面趋严，对公司以中小企业为重点的投行业务策略造成较大冲击，公司股票承销保荐业务收入大幅萎缩，当年公司实现投资银行业务净收入 12.16 亿元，同比下降 55.85%。

资产管理业务收入方面，2018 年公司资产管理规模有所下滑，资产管理及基金管理业务净收入 37.43 亿元，较上年下降 6.01%；在营业收入中占比 24.51%，较上年提升 6.05 个百分点。

除手续费及佣金净收入以外，投资收益是公司营业收入的另一主要来源。2018 年，股市震荡下跌，公司权益性投资收益不佳，海外基金出现亏损，同时，根据财政部规定列报方式发生变化，债权投资和其他债权投资利息不再列报在投资收益中，公司全年实现投资收益及公允价值变动收益合计 10.66 亿元，同比大幅下降 88.72%；在营业收入中占比 21.99%，较上年减少 21.61 个百分点。

由于按实行新收入准则，列报方式变化，公司 2018 年实现利息净收入实现 36.89 亿元，同比大幅增长了 685.17%，2018 年公司利息净收入中包含了包含债权投资和其他债权投资利息收入。其中，融出资金利息收入 40.73 亿元，买入返售金融资产利息收入（含约定购回和股票质押回购利息收入）17.57 亿元。公司在境外主要通过间接全资持股的子公司广发投资（香港）及其下属子公司从事投资及私募股权管理业务，2018 年广发投资（香港）以自有资金投资的基金“GTEC Pandion Multi-Strategy Fund SP”（以下简称“该基金”）由于外汇剧烈波动和相关市场流动性缺乏等原因，遭受了重大投资损失，根据公司公告，该基金 2018 年度亏损 1.39 亿美元，截至 2018 年 12 月末净值为-0.44 亿美元。该基金收到主经纪商追加保证金的通知，2018 年 12 月 31 日该金额为 1.29 亿美元（含初始保证金 0.30 亿美元）。

在营业支出方面，由于证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，人力成本在公司营业支出中占比相对较高。2018 年，公司业务及管理费为 76.21 亿元，占营业收入的比例为 49.91%，较上年上升 6.06 个百分点。2018 年，公司业务及管理费用率上升较多，主要是由于公司海外基金亏损导致营业收入同比大幅下降。在上述因素共同作用下，2018 年公司实现净利润 46.32 亿元，同比下降 49.01%。

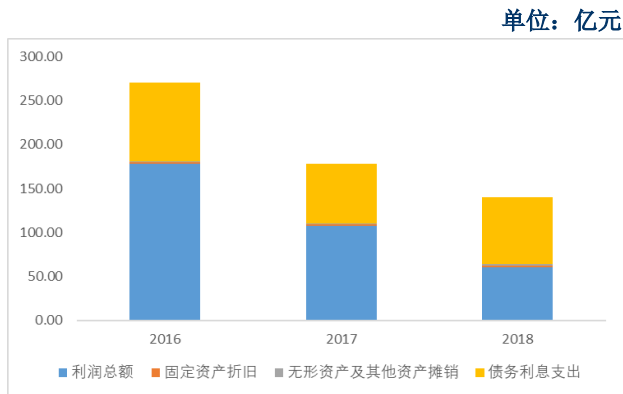
表 9：2018 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	中信建投	光大证券
营业收入（亿元）	372.21	237.65	<b>152.70</b>	113.22	109.07	77.12
业务及管理费（亿元）	153.08	93.83	<b>76.21</b>	56.65	56.26	51.24
净利润（亿元）	98.76	57.71	<b>46.32</b>	44.46	31.03	2.44
业务及管理费用率（%）	41.13	39.48	<b>49.91</b>	50.04	51.58	66.44

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额及利息支出，由于盈利能力的下降，2018 年公司实现 EBITDA 144.09 亿元，较上年下降 25.25%，仍处于较高水平。

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司手续费与佣金收入有所下降，同时投资收益（包含公允价值变动损益）大幅下滑，造成营业收入和净利润下降，但公司盈利能力仍处于行业前列。同时我们也将持续关注公司应对宏观经济、证券市场走势、金融监管政策等外部因素的变化调整业务策略的效果及对公司盈利的影响。

### 偿债能力

2018 年，公司加大了对金融资产的投资力度，并通过增加资金拆入和卖出回购金融资产等方式满足资金需求，公司债务规模进一步上升。截至 2018 年末，公司总债务 2,013.85 亿元，同比增长 17.24%。公司自有资金充实，其各项风险控制指标保持较好水平，抗风险能力强。

从经营性现金流看，受证券市场景气度的影响，客户资金存款规模随之变化，导致公司经营性净现金流随之波动。2018 年，公司经营活动现金净流量 332.39 亿元，较去年增加了 718.82 亿元；剔除客户存款的影响，2018 年公司经营活动现金净流入 441.45 亿元，主要为回购业务资金净增加及融出资金净减少产生现金净流入等所致。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖程度保持较高水平，对公司债务本息的偿还提供了保障。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.79 倍，总债务/EBITDA

为 13.98 倍，同比分别下降了 0.84 倍和上升了 5.07 倍。由于债务规模增长，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖程度相对弱化，但其整体偿债能力仍处于良好水平。

表 10：2016~2018 年公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
总债务（亿元）	1,626.26	1,717.79	2,013.85
资产负债率（%）	70.32	69.64	73.20
净资产负债率（%）	236.89	229.34	273.08
经营活动净现金流（亿元）	-211.52	-386.43	332.39
EBITDA（亿元）	178.09	192.77	144.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.63	1.79
总债务/EBITDA（X）	9.13	8.91	13.98

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年母公司未发生银行贷款，年末无未清偿银行贷款，母公司系银行间市场成员，按时偿付信用拆借本息，年末银行同业拆借拆入资金余额为 90.07 亿元。

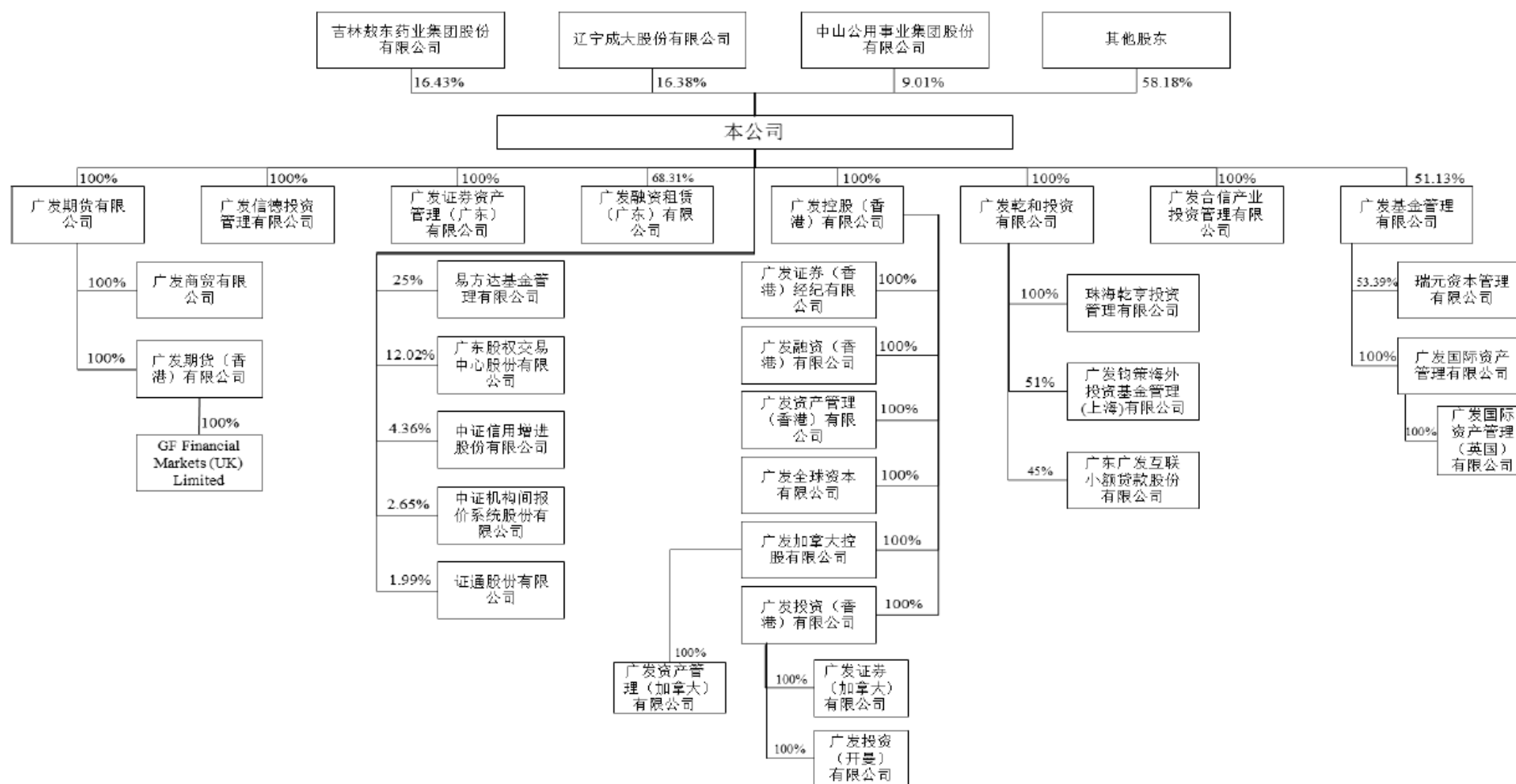
或有事项方面，截至 2018 年末，公司未取得终审判决或裁决的诉讼、仲裁案件共 74 起（含被诉与主动起诉），涉及标的金额合计约 10.17 亿元。其他或有事项方面，由于海外基金亏损，集团有关子公司后续存在潜在诉讼或潜在被诉讼的可能性，上述潜在诉讼或潜在被诉讼的结果未能确定，财务影响尚无法可靠计量，因此未予计提负债。

综合来看，近年来公司自有资本保持较高水平，2018 年海外基金亏损对公司盈利产生较大影响，但公司整体资产质量保持较好，资产安全性高，盈利水平和盈利能力仍保持较好水平。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司资本充足水平高，综合实力和抗风险能力极强。

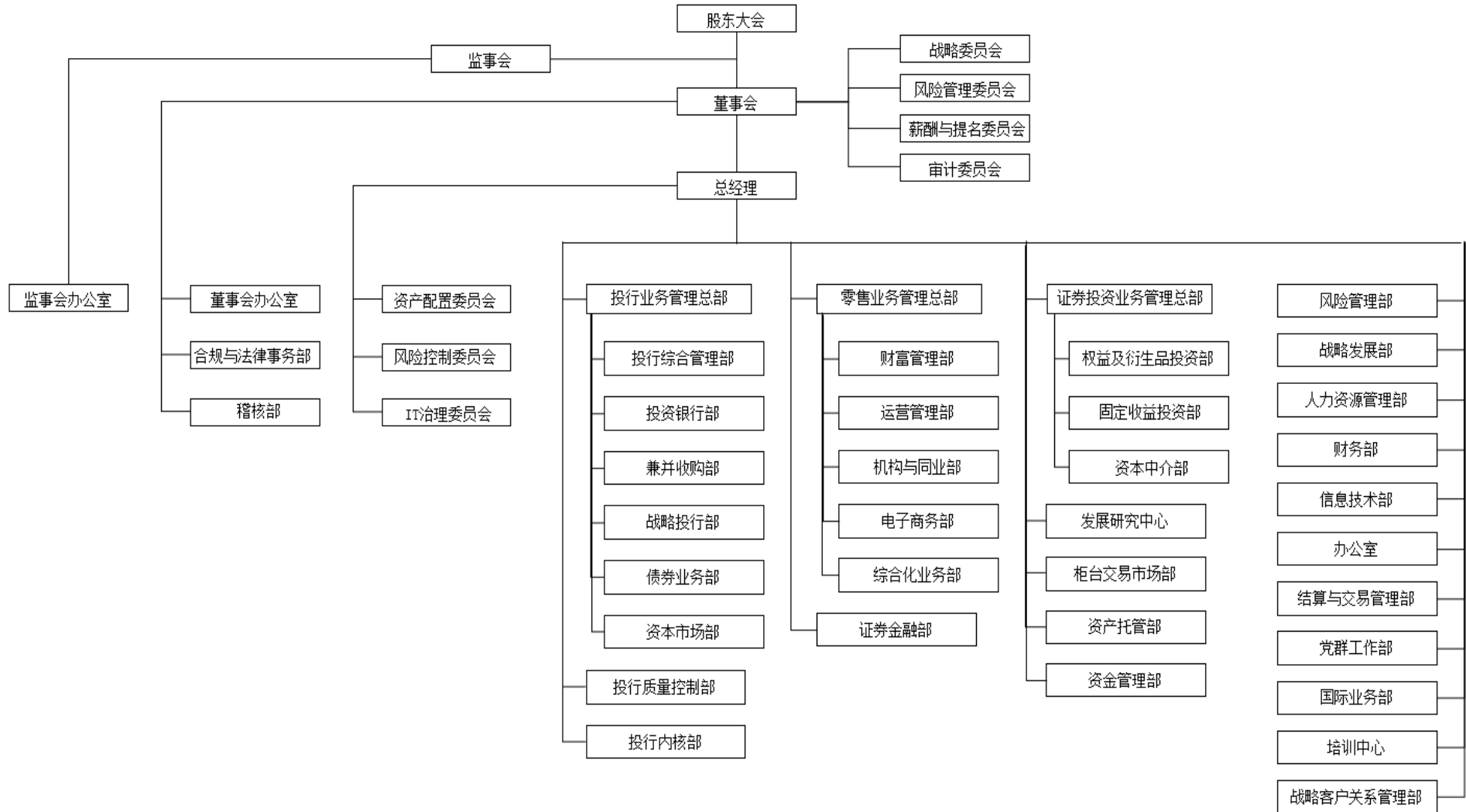
### 结论

综上，中诚信证评维持广发证券主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，维持“广发证券股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 AAA。

附一：广发证券股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：广发证券股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



**附三：广发证券股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：亿元）	2016	2017	2018
自有资金及现金等价物	170.68	118.94	230.86
交易性金融资产	-	-	882.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	617.67	632.39	-
可供出售金融资产	920.81	925.94	-
债权投资	-	-	69.00
其他债权投资	-	-	795.13
其他权益工具投资	-	-	107.94
衍生金融资产	6.92	54.51	175.37
长期股权投资	37.36	43.36	52.49
固定资产（含在建工程）	16.43	20.13	23.13
总资产	3,598.01	3,569.05	3,891.06
代理买卖证券款	857.27	650.26	584.45
总债务	1,626.26	1,717.79	2,013.85
所有者权益	813.53	886.26	886.29
净资本	668.19	636.65	585.63
营业收入	207.14	216.39	152.70
手续费及佣金净收入	130.15	112.28	86.19
投资银行业务手续费净收入	32.81	27.55	12.16
资产及基金管理业务手续费净收入	41.58	39.82	37.43
利息净收入	7.28	4.70	36.89
投资收益	67.50	94.06	33.58
公允价值变动收益（亏损）	1.82	0.44	-22.92
业务及管理费	92.85	94.61	76.21
营业利润	105.29	116.52	60.52
净利润	84.09	90.83	46.32
EBITDA	178.09	192.77	144.09
经营性现金流量净额	-211.52	-386.43	275.63
财务指标	2016	2017	2018
资产负债率（%）（注）	70.32	69.64	73.20
风险覆盖率（%）（注）	256.32	248.78	222.75
净资本/净资产（%）（注）	93.22	83.79	77.20
净资本/负债（%）（注）	40.61	38.95	30.36
净资产/负债（%）（注）	43.57	46.48	39.33
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	32.09	35.07	29.35
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）（注）	156.62	155.11	240.67
资本杠杆率（%）	21.37	22.49	19.51
流动性覆盖率（%）	305.17	155.59	404.53
净稳定资金率（%）	139.14	134.47	139.77
业务及管理费率（%）	44.83	43.72	49.91
摊薄的净资产收益率（%）	10.23	10.13	5.06
净资本收益率（%）（注）	9.25	9.53	6.68
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	2.63	1.79
总债务/EBITDA（X）	9.13	8.91	13.98
净资本/总债务（X）	0.41	0.37	0.29
经营性现金净流量/总债务（X）	-0.13	-0.22	0.17

注：1、公司净资本指标按照母公司口径；2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。



**附四：基本财务指标的计算公式**

自有资金及现金等价物=货币资金-客户资金存款+结算备付金-客户备付金

资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/(总资产-代理买卖证券款)

净资产负债率=(负债合计-代理买卖证券款)/所有者权益(含少数股东权益)

EBIT(息税前盈余)=利润总额+应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出

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

业务及管理费率=业务及管理费/营业收入

摊薄的净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/归属于母公司的所有者权益

净资产收益率(母公司口径)=净利润/净资产

总债务=期末短期借款+期末交易性金融负债<sup>1</sup>+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产+期末应付债券+期末应付短期融资款+长期借款

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(应付债券利息支出+拆入资金利息支出+长、短期借款利息支出+委托贷款利息支出+其它利息支出+资本化利息支出)

风险覆盖率=净资产/各项风险资本准备之和×100%

资本杠杆率=核心净资产/表内外资产总额×100%，此处核心净资产不扣除担保等或有负债的风险调整

流动性覆盖率=优质流动性资产/未来30日内现金净流出×100%

净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%

<sup>1</sup> 仅指计息部分

## 附五：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。