

信用等级通知书

联合评字[2013]199号

广东锦龙发展股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司企业主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”。贵公司拟发行的2014年不超过人民币3亿元公司债券信用等级为 AA。

特此通知

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二〇一四年四月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦1201室（300042）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

信用等级公告

联合[2013]199号

广东锦龙发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东锦龙发展股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年不超过人民币 3 亿元公司债券进行综合分析和评估，确定：

广东锦龙发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA

广东锦龙发展股份有限公司拟发行的 2014 年不超过人民币 3 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二〇一四年四月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（300042）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

广东锦龙发展股份有限公司

2014 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA
 公司主体信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 本期发行规模: 不超过 3 亿元 (含 3 亿元)
 债券期限: 不超过 5 年 (含 5 年)
 还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
 评级时间: 2014 年 4 月 10 日
 财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	13.41	27.13	102.86
所有者权益(亿元)	8.93	22.47	36.25
长期债务(亿元)	2.18	4.21	16.75
全部债务(亿元)	4.23	4.44	17.96
营业收入(亿元)	0.96	0.95	3.43
净利润(亿元)	0.26	0.28	0.77
EBITDA(亿元)	0.80	0.89	1.94
经营性净现金流(亿元)	0.38	0.33	2.82
营业利润率(%)	42.76	46.31	78.51
净资产收益率(%)	2.89	1.80	2.61
资产负债率(%)	33.44	17.17	64.76
全部债务资本化比率(%)	32.14	16.49	33.14
流动比率	0.42	36.57	1.02
EBITDA 利息倍数(倍)	3.17	2.77	3.16
EBITDA/全部债务(倍)	0.19	0.20	0.11
EBITDA/本期发债规模(倍)	0.27	0.30	0.65

注: 1. 本报告中涉及净资产、净资产指标均为母公司口径;
 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币;
 3. 中山证券 2013 年 4 季度营业利润合并入公司 2013 年度合并财务报表。

分析师

张兆新 欧阳婷

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
 大厦 1201 室 (100022)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对广东锦龙发展股份有限公司 (以下简称“公司”或“锦龙股份”) 的评级反映了其作为以证券和自来水为主业的控股公司, 在外部环境、品牌知名度、质量与技术、股东实力、管理能力和区位优势等方面所具有的优势。联合评级同时也关注到经济周期波动、国内股票市场低迷以及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来的不利影响。

公司于 2013 年 9 月已完成对中山证券有限责任公司 (以下简称“中山证券”) 控股权的收购, 未来将专注于证券公司的投资与管理。未来几年, 随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实, 证券公司的收入结构有望得到优化, 公司经营规模有望进一步扩大, 竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司的控股子公司中山证券和参股公司东莞证券有限责任公司均是全国性综合类证券公司, 近年来经营业绩始终保持盈利。

2. 公司参股多家银行类金融机构, 能够为公司带来良好的投资回报。

3. 公司的控股股东及实际控制人杨志茂先生具有雄厚的资金实力, 控股和参股多家公司, 能为公司发展提供一定的支持。

关注

1. 公司未来将以下属证券公司的投资与管理业务为主, 经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险。

2. 公司尚处于经营模式转型时期, 还不

能从根本上改变以传统业务为主、创新能力不足的盈利模式，未来转型成效有待关注。

3. 公司已完成对中山证券的收购，财务杠杆水平有较大的提高，需对其偿债能力和流动性状况保持关注。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广东锦龙发展股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广东锦龙发展股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东锦龙发展股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由广东锦龙发展股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 广东锦龙发展股份有限公司公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

公司是 1997 年由清远市纺织工业总公司作为主要发起人，联合清远金泰化纤股份有限公司、清远市奥美制衣厂、清远市远德针织制衣厂、深圳市清泰威贸易有限公司等五个发起人共同发起，采用公开募集方式设立的股份有限公司。五名发起人以经评估的净资产和现金合计 150,288,845.32 元投入公司，折为股本 5,009.63 万股，同时向社会公开发行人民币普通股 1,670.7 万股（含公司职工股 167.07 万股）。1997 年 4 月 15 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称：金泰发展；股票代码：000712。之后经过几次分红、扩股、股权转让，2001 年 6 月 8 日，公司注册名称由“广东金泰发展股份有限公司”变更为“广东锦龙发展股份有限公司”。2001 年 7 月 16 日，公司完成注册名称的工商登记变更手续，股票简称由“金泰发展”变更为“锦龙发展”。

2001 年 11 月 5 日，经深圳证券交易所核准，公司简称由“锦龙发展”变更为“锦龙股份”，证券代码仍为“000712”。之后又经过多次分红扩股、股权转让、股权分置改革、重组等，2012 年公司向东莞市新世纪科教拓展有限公司（以下简称“新世纪公司”）非公开发行 143,376,952 股新股，发行价格为 9.31 元/股，募集资金净额为 1,318,580,143.12 元。截至 2013 年底，公司注册资本为 4.48 亿元，其中新世纪公司持股比例为 50.01%（表 1），公司实际控制人为杨志茂先生。

表 1 截至 2013 年底公司前五大股东持股情况

股东	持股比例(%)
东莞市新世纪科教拓展有限公司	50.01
邓永洪	7.34
招商银行股份有限公司－富国天合稳健优选股票型证券投资基金	1.46
中国建设银行－富国天博创新主题股票型证券投资基金	1.12
中国工商银行－汇添富价值精选股票型证券投资基金	1.12
合计	61.05

资料来源：公司 2013 年报

公司主要经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品；自来水生产和供应，限十层以下建筑物的水消防系统。钢管、水暖管道零件、建筑材料、五金工具、家用电器、自来水管道的安装和修理；水质检测；项目投资、企业投资咨询（法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规和国务院决定规定应许可或审批的项目须取得许可或审批后方可经营）。

截至 2013 年底，公司设有法务部、办公室、行政部、财务部等职能部门（附件 1-1），共有在职员工 1,417 人。截至 2013 年底，公司拥有全资及控股子公司 4 家，参股公司 5 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 102.86 亿元，负债合计 66.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）36.25 亿元。2013 年公司实现营业收入 3.43 亿元，净利润（含少数股东损益）0.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.56 亿元。

公司注册地址：广东省东莞市南城区鸿福路 106 号南峰中心第十二层；办公地址：广东省清远市新城方正二街一号锦龙大厦；法人代表：杨志茂。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“广东锦龙发展股份有限公司 2014 年公司债券”，本期发行规模不超过人民币 3 亿元。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。

本期发行公司债券票面利率为固定利率，在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金拟用于补充公司流动资金及偿还银行贷款。

三、行业分析

公司主营投资参股证券公司业务和自来水业务，属于证券行业和自来水行业。

（一）证券行业

1. 我国证券市场发展状况

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。经历 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，证券市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。

自 2005 年股权分置改革以来，我国股票市场制度建设逐步完善，股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际版的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。截至 2012 年末，我国境内上市公司数量达 2,494 家，股票有效账户超过 1.40 亿户，股票总市值达 23.04 万亿元，2012 年全年境内股票筹资金额 3,127.54 亿元，全年股票成交金额 31.47 万亿元，证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 44.37%（表 2）。

表 2 2008~2012 年我国股票市场主要指标情况表

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
境内上市公司数(家)	1,625	1,718	2,063	2,342	2,494
境内股票筹资额(亿元)	2,619.71	3,894.53	8,954.90	5,073.07	3,127.54
股票市价总值(万亿元)	12.14	24.39	26.54	21.48	23.04
股票全年成交金额(万亿元)	26.71	53.60	54.56	42.16	31.47
上证综合指数(点)	1,820.81	3,277.14	2,808.08	2,199.42	2,269.13
股票有效帐户数(亿户)	1.04	1.20	1.34	1.41	1.40
证券化率(%)	35.59	71.56	66.69	45.55	44.37

资料来源：中国证监会网站

近年来我国股票市场行情波动较大，与我国宏观经济平稳较快发展的趋势有较大偏离，股票市场在发行定价机制、信息披露机制、市场退出机制以及控制内幕交易、培育机构投资者等方面仍有较大的改革和提升空间。我国证券公司的主营业务对股票市场行情依赖度大，股票市场改革进程和行情波动将对证券公司的发展产生持续的影响。近年来，股指期货的推出和融资融券业务的开展一定程度上弥补了股票市场做空机制的缺失，长期来看这有利于股票市场的价值回归，有利于丰富投资者的股票投资策略选择，但相关风险也会增加。

我国的债券市场主要由银行间债券市场和交易所市场组成。近年来，我国政府大力发展包括债务融资在内的直接融资工具，债券市场保持快速发展势头，债券市场投资者结构和债券品种不断丰富，债券发行量、成交量及托管余额均呈现较快增长（表 3）。与股票市场和债券市场相比，衍生品市场起步较晚，尚处于稳步推进发展之中。2012 年，全国债券发行总额为 8.07 万亿元，企

业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产支持证券、可转债等主流信用债发行 36,317.20 亿元，较 2011 年全年增长 13,752.30 亿元；信用债的发行比重则达到了 45.01%，较 2011 年的 35.23% 上升 9.78 个百分点。截至 2012 年底，债券托管量余额为 23.8 万亿元，其中政府债券、央行票据、政策性银行债和政府支持债券合计占比为 71%，非金融企业债务融资工具占比为 10%。

表 3 2008~2012 年我国债券市场发行额、成交额及托管余额（单位：万亿元）

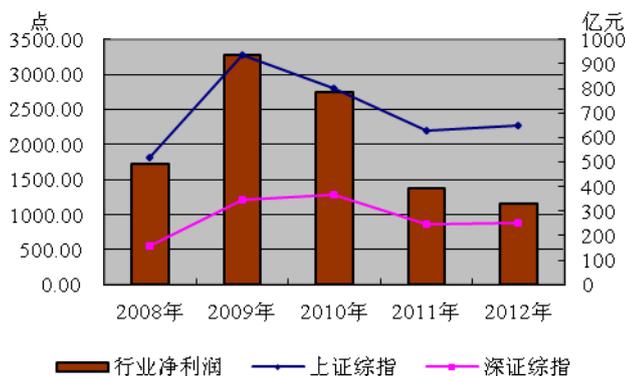
项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
债券发行总额（含央票）	7.2	8.7	9.3	7.8	8.1
债券发行总额（不含央票）	2.9	4.9	5.2	6.4	8.1
债券托管量余额	15.1	17.5	20.4	21.4	23.8
银行间债券市场现券成交量	37.1	47.3	64.0	63.6	70.8

资料来源：中央国债登记结算公司网站、中国证券登记结算公司网站

证券市场持续快速发展为国内证券公司的业务创新和发展提供了较广阔的市场空间。证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。证券公司提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会披露数据显示，截至 2012 年末，我国共有 114 家证券公司，全行业资产总额 1.72 万亿元，净资产 6,943.46 亿元，净资本 4,970.99 亿元。2012 年，全行业实现营业收入 1,294.71 亿元，净利润 329.30 亿元。

由于证券公司收益水平与证券市场行情高度正相关，近年来我国证券公司行业净利润呈现高波动性（图 1）。

图 1 近几年我国证券行业净利润情况图

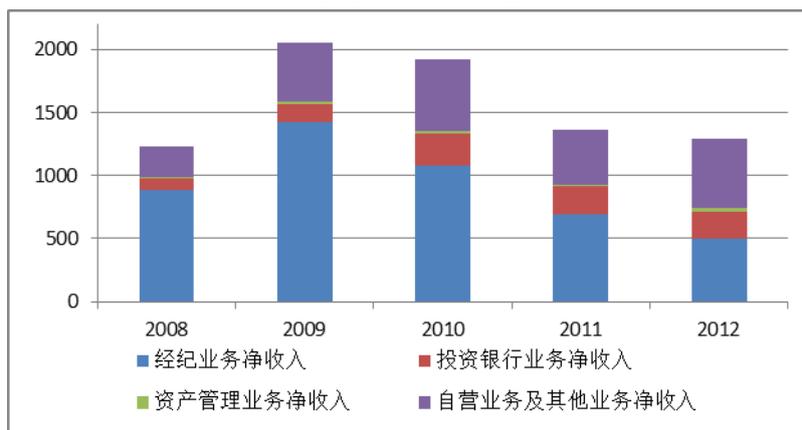


资料来源：中国证券业协会网站

2. 证券业务

我国的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构（图 2）。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。

图 2 近几年我国证券行业业务收入结构图



资料来源：中国证券业协会网站

经纪业务

由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率由 2009 年的 0.13% 下降至 2012 年的 0.08%。加之金融危机后，股票市场交易量持续萎缩，经纪业务的收入对证券公司的收益贡献度持续下降，也导致了证券公司盈利水平的大幅下滑。在市场竞争日趋激烈之时，证券公司的经纪业务面临新的业务发展机遇和调整。2012 年 11 月，证监会发布《证券公司代销金融产品管理规定》，这预示着证券公司经纪业务将迎来新的发展机遇。同时，证券公司客户资金账户的非现场开户服务的推出将对传统依赖营业部营销经纪业务的模式产生挑战，证券公司的经纪业务即将进入转型期，这可能会改变市场竞争格局。近年来融资融券业务的发展以及现金管理型产品的推出将为经纪业务带来新的增长动力。随着经纪业务竞争的加剧，证券公司将逐步向全方位金融服务提供商转变，借助业务间的相互关联为经纪业务发展提供支持，通过为投资者提供差异化和高附加值的综合化服务来提升市场竞争力。

投资银行业务

目前证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主。近年来，随着股票市场融资功能的逐步完善，企业对股票融资的需求不断增加，债市融资规模也快速扩大，为证券公司提供了相对稳定的承销业务来源。投资银行业务净收入整体呈上升趋势，对营业收入的贡献度逐年提高。2012 年，证券公司全行业实现投资银行业务净收入 212.95 亿元，约占全行业营业收入的 16%。

在证券市场中，证券公司投资银行业务形成了较明显的阶梯式竞争格局。一些大型证券公司依靠资本实力、技术优势以及股东背景，在大型融资项目上具有明显的竞争优势，几乎垄断了百亿元规模以上的发行承销项目，导致了较高的业务集中度。合资证券公司依靠其全球化的网络以及人才优势，迅速抢占高端市场，与国内证券公司展开了激烈竞争。在中小项目的承销业务上，一些证券公司通过其区域性特点和差异化策略，占有一定的市场份额，逐步形成自身品牌。

未来债券市场的持续快速发展和并购重组业务的推动，将成为证券公司投资银行业务的增长点。此外随着新三板的扩容和国际板开板的临近，未来这两个领域能够持续推动证券公司投资银行业务的发展。在投资银行业务快速发展过程中，由于市场竞争加剧以及证券市场供求矛盾的存在，证券包销风险值得关注，包销风险将会导致证券公司资产组合的市场风险上升，也会影响证券公司的流动性。

自营业务

自营业务主要包括债券投资和股票投资。债券投资是证券公司投资收入的主要来源，相对股票投资而言，债券投资收益相对稳定。证券公司自营业务规模受到资本金规模的限制，风险总体

可控，但股票投资与证券市场行情关联度高，收益波动性较大。2012年券商创新大会带来投资范围和方式的放开以及证券公司投资子公司设立，意味券商自营业务从传统单边投资向多领域投资、多交易工具的方向转变。

资产管理业务

近年来，证券公司资产管理规模较快增长，但相比较于银行理财产品、信托产品的规模，证券公司资产管理规模仍较小。目前，证券公司资产管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及综合资产管理等在内的产品体系。从全行业收入情况来看，资产管理业务净收入约占证券行业营业收入的1%。证监会鼓励证券公司加强业务创新，发展资产管理业务，原有的业务限制有望进一步放宽，监管和审批有望放松。这有助于推动资产管理业务从目前单一的产品销售向全面的客户资产配置转型。由于近期国内股票市场持续低迷，偏股型的理财产品亏损面较大，这影响了证券公司推出新产品的节奏和资金募集规模。

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化，但在目前的宏观经济形势下，持续低迷的资本市场行情使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

3. 市场竞争

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。近年来，行业的加速整合使得部分行业领先的公司具备更强市场竞争力。一批优质证券公司通过增资扩股、合资合作、购并重组、发行上市、发行次级债券等方式进一步扩大资本规模、提升竞争力，行业集中度整体提高。截至2012年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前10家的证券公司合计占全行业的比重分别为44.64%、46.30%、42.29%、42.29%和56.2%。未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

创新业务为证券公司提升竞争力提供了新的机遇，以前过分依赖经纪业务的收入结构在股票二级市场表现欠佳的情况下，证券公司收入表现得比较被动。随着融资融券业务、资产管理业务及自营业务等创新型业务的不断推出，目前其规模发展较快，在一定程度上平衡了“单边市”对券商收入的影响。目前创新业务的监管政策相对比较严格，对券商的资本金要求较高，资本实力较强的券商更具竞争优势。

国内券商还面临来自海外市场的竞争，近年来，我国证券公司的对外开放稳步推进。外资参股证券公司包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。截至2012年底，外资参股证券公司13家。此外，根据合格境外机构投资者（QFII）管理办法，外资还可以依法通过QFII购买上市证券公司股权。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至2012年末，19家证券公司在境外设立了子公司，3家证券公司上市。

此外，尽管我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

4. 风险因素

在2001~2004年期间证券公司集中爆发破产清算风险后，监管部门推行的综合整治措施和客户交易结算保证金第三方存管政策改善了证券行业发展环境，加强了风险监控力度，证券行业迎

来了新的稳定发展期。目前，证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括以下几个方面：

市场风险。市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。由于我国证券公司持有外汇资产较少，因此汇率风险不大，市场风险主要集中在股票价格风险和利率风险方面。证券公司通常采用多元化的资产配置和投资组合策略，设定投资限额和风险集中度指标，对投资、承销、资产管理等活动进行监控，通过降低风险敞口或风险对冲等手段来控制市场风险。部分证券公司使用 VaR、DV01 等风险计量方法对市场价格和利率波动下可能形成的损失进行衡量，并采用压力测试方法对极端情况下的可能损失进行评估。

信用风险。证券公司面临的信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资融券业务中的客户违约风险。现阶段，证券公司代理客户进行的证券交易均以全额保证金结算，因此该类风险实际上很小。融资融券业务的信用风险主要涉及客户提供虚假资料、未及时足额偿还负债、持仓规模及结构违反合同约定、交易行为违反监管规定、提供的担保物资产涉及法律纠纷等，其风险控制主要通过对客户进行风险教育、征信、授信、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式实现。债券投资的信用风险管理主要通过通过对债券公司和交易对手实行授信管理、对债券产品进行评级和设立投资限额等措施来实施。

流动性风险。在证券公司经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。另外，证券公司投资银行业务导致的大额包销也可能导致其流动性出现困难。证券公司采取的风险控制措施主要包括关注公司总体财务状况、自有资金余额、长期资金占用和日常流动性状况；控制自营业务投资规模，并在投资品种、期限分布等方面遵循分散性原则；关注资产负债在规模和到期日等方面的匹配情况，并持有有一定数量的现金及现金等价物等高流动性资产；通过同业拆借、回购等手段，解决公司短期的资金需求。

操作风险。操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。证券公司主要通过完善公司治理和内控机制、规范业务操作流程来控制人为失误；健全操作风险识别和评估体系、完善操作风险计量方法；构建信息隔离墙制度体系，规范从业人员执业行为，防止内幕交易和利益冲突；加强业务检查稽核力度，保证各项制度、流程和风险管理措施的有效执行；加大对员工的培训，提高员工合规意识和风险管理能力。

法律政策风险。法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等带来的影响而产生损失的风险。我国证券公司面临的法律政策风险主要反映在两方面，一方面我国证券市场受法律政策影响较大，政策的改变对股票市场和债券市场的波动影响较大，从而可能对证券公司的业务经营产生不利影响；另一方面监管部门对证券公司监管政策的改变直接影响证券公司的经营行为，从而可能使其面临一定的经营风险。

从我国实际情况看，证券公司在风险管理方面普遍面临着一些问题和挑战：第一，我国证券公司开展风险管理的时间还不长，由于产品和业务种类并不完善，风险复杂程度与国际同行业相比仍然较低，全面风险管理的理念未在行业内得到普遍重视。第二，随着全面风险管理理念的提出，证券公司面临着将已有的证券交易、结算、财务管理等不同信息系统进行整合的重要任务，

基础数据和信息系统框架的整合成为制约证券公司风险管理水平提升的瓶颈。第三，受国内金融市场成熟度的限制，证券公司普遍缺乏风险对冲的工具，市场创设对冲产品的机制不足，市场风险管理工具的应用仍然有限。第四，证券公司对于操作风险基本处于定性管理阶段，缺乏量化管理的工具和手段。第五，由于金融创新业务具有超前性和较大不确定性，证券公司在创新活动中可能面临因管理水平、技术水平、风险控制能力、配套设施和相关制度等方面不能与创新业务相适应而导致的经营风险。

5. 监管与政策支持

我国金融行业实行分业经营和分业管理体制，其中证监会是证券业监督管理机构。中国证券业协会在证监会的监督指导下，制定证券业执业标准和业务规范，进行证券业自律管理。中国证券投资者保护基金有限责任公司负责证券投资者保护基金的筹集、管理和使用，并参与证券公司风险处置。借助于严格的市场准入条件控制证券公司经营牌照的发放，一定程度上降低了市场竞争度，使已有的证券公司获得了市场进入政策的保护。

经过历时 3 年的证券公司综合治理，一批问题证券公司得到处理，证券公司业务经营得到规范，风险得到有效化解。2007 年 8 月，综合治理结束后，证券行业也随之转入了常规监管阶段。此后，证监会陆续出台了多项规章制度，并逐步建立起以净资本为核心的监管指标、实施证券公司分类监管的监督管理机制，对我国证券公司整体经营业绩和风险管理能力的提升起到了积极的推动作用。

在 2012 年 5 月召开的证券公司创新大会上，证监会确定了证券公司下一个阶段发展的“路径图”，计划从 11 个方面出台措施支持行业创新，主要包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围、推动营业部组织创新、鼓励券商积极参与场外市场建设和中小微企业私募债试点、探索证券公司长效激励机制等。这对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极的推动作用，但相应也会使其面临更大的风险暴露。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素将对证券公司市场竞争力产生影响。

（二）城市供水行业

1. 行业概况

城市供水行业是国民经济中不可或缺的基础性产业。经过多年的发展，我国城市供水行业从原来的政府行政事业逐渐转型为多元化、市场化、科技化的新兴节能环保产业，有效支撑了国民经济平稳较快发展。

目前，我国城市供水行业由成长期向成熟期过渡，行业政策法规及标准基本健全、技术工艺基本成熟，市场需求稳定，能为企业带来较为稳定的现金流入。行业在实际发展过程中呈现如下特点：①行业集中度较为分散，区域垄断性较强，行业内缺少龙头企业；②水价市场化进程较慢，供水企业利润微薄；③长期发展相对稳定。城市供水行业需求弹性相对较小，而且产品价格受政府统一控制，因此，未来随着我国用水量的逐年上升，城市供水行业将保持相对稳定的发展。在规模效应的推动下，具有品牌优势和雄厚资金实力的企业将加快扩张，未来行业的集中度有望得到提高，盈利能力逐步增强。

我国城市供水主要包括生产用水和生活用水。生产用水与工业整体发展状况和国家产业政策

密切相关。近年来，我国工业发展水平的提高带动了生产用水的增加，国家节能减排政策的实施和近期整体工业发展增速放缓则对其带来了负面影响，总体看生产用水量波动增长。生活用水方面，虽然随着水价的提高以及居民节水意识增强，人均生活用水量有所下降，但是我国人口数量不断增长，近年来居民总体生活用水量平稳增长。用水量的提升也将促进污水处理行业的稳定发展。

2. 行业经营模式

(1) 商业模式

中国的供水行业目前采取的商业模式主要是特许经营。在供水行业里，特许经营模式的主要特点是政府通过授予特许经营权或出租合同等方式将供排水设施的运营权出包给企业，由企业负责其经营管理，政府对价格与服务质量等进行监管。特许经营模式可以进一步分为竞争性的特许经营模式和专营式的特许经营模式。

①竞争性的特许经营权需要由市场化手段取得，而且有经营年限的限制，可分为：

委托运营。业主（通常是政府）保留供水项目产权，并委托专业的运营商负责项目的日常运营管理，运营商按提供的服务收取相关的管理费用。

BOT&TOT 模式。供水企业通过建造或收购取得相关水务项目的产权，在特许经营期内负责运营该项目，并赚取合理利润。

整体特许经营。供水企业取得水务项目及相关上下游产业如管网等的产权，在特许经营期限内运营。不同模式的经营期限不同，委托运营模式的特许经营期限一般在 5-8 年，而 **BOT&TOT** 和整体特许经营模式的经营期限较长，在 15-30 年不等。

②专营式的特许经营权：通常由政府直接授予，而且没有约定的经营年限限制。目前国内外比较有代表性的专营式的特许经营权有：英国的完全私有化、具有中国特点的合资公司和荷兰等欧洲国家采取的“企业化的国企”三大模式。

(2) 销售模式

自来水属于准公共物品，而且在供给上存在区域垄断，销售模式一般比较单一：在供水企业的服务辖区内，自来水通过管网系统，输送至愿意接受供水服务的用户；供水企业在用户端安装水表以计量用户的实际用水量；用户根据实际用水量定期向供水企业缴纳水费。

(3) 盈利模式

在盈利模式方面，供水行业普遍采用政府定价和财政补贴的盈利模式，市场化程度较低。

在我国，供水企业向用户收取的水费一般包含有自来水水价和代收费用。其中，根据用户用水用途的不同，自来水水价也有着不同的定价。一般情况下居民生活用水价格最低，高于居民生活用水价格的其他种类用水将会使供水企业获得相对的高盈利。

然而，根据《城市供水价格管理办法》规定，行业内长期沿用以单一调控净资产利润率为目标的定价方法，定价话语权掌握在地方政府手中。这就限制了供水企业改进技术管理水平，降低成本提高效率的积极性，导致部分供水企业人员冗杂、管理粗放、工艺落后，全行业盈利能力整体不佳。很多供水企业很大程度上依赖于财政补贴维持生存。

3. 行业上下游

供水行业在整个产业链中居于偏上游的位置，上游行业主要是化工行业和电力行业，下游行业则主要是自来水的终端消费者，可称为用水行业。化工行业生产出供水行业所需的各种原材料，

包括消毒剂（比如氯酸钠、盐酸）和混凝剂（比如硫酸铝、聚合氯化铝）；供水行业从自然水体吸取原水，对原水进行预处理后（如达到地表水环境标准 III 类或更优，则无需预处理），在生产流程中加入前述的消毒剂和混凝剂；由于供水企业的生产规模一般比较大，供水行业使用的机器设备耗电量也相应比较高，需要上游电力企业连续、大量的电力供给；出厂水在经检验符合卫生标准后，通过遍布在服务辖区的管网运输送至企业、居民等用户；自来水使用后形成的污水通过管道排放，并输送到污水处理企业；经处理的污水有两种去向，一是排入自然水体，完成一次水资源利用循环，二是作为再生水实现水资源二次利用。

目前供水行业对原材料质量要求比较高，原材料入库前都必须进行严格检验。其次，供水行业对电力企业的依赖性程度十分高。从供水行业的成本来看，最主要的生产成本为用电成本，因此供电不及时、不充足，以及电价上涨，都可能影响供水行业内企业的生产经营和经济效益。

由于供水行业属于公共事业，水价一般由政府部门制定，故下游用水行业只能通过用水需求决定供水行业的产量，而暂时未具备议价能力。

4. 行业政策

城市供水定价体制改革

城市供水行业是社会进步和经济发展的重要支柱，中央及各级地方政府非常重视城市供水行业发展，国家的政策支持主要表现在以下几个方面：首先，2011 年中央 1 号文件《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定》指出积极推进水价改革，充分发挥水价的调节作用，兼顾效率和公平，大力促进节约用水和产业结构调整；工业和服务业用水要逐步实行超额累进加价制度，拉开高耗水行业与其他行业的水价差价；合理调整城市居民生活用水价格，稳步推行阶梯式水价制度；按照促进节约用水、降低农民水费支出、保障灌排工程良性运行的原则，推进农业水价综合改革，农业灌排工程运行管理费用由财政适当补助，探索实行农民定额内用水享受优惠水价、超定额用水累进加价的办法。其次，为支持城镇污水处理设施建设，提高城镇污水处理能力，中央财政设立了城镇污水处理设施配套管网专项资金，财政部和住房城乡建设部于 2011 年 5 月 23 日联合下发了《“十二五”期间城镇污水处理设施配套管网建设项目资金管理办法》（财建[2011]266 号），规范专项资金的分配原则、使用和管理等。最后，国家大力倡导低碳经济、节能减排、发展环保产业等政策。这些政策将有力推动资源性产品价格的改革，有利于城市供水行业的发展。

“十二五”将推行绿色水价电价政策

2011 年 11 月，环保部发布《“十二五”全国环境保护法规和环境经济政策建设规划》，首次明确提出将推行燃煤电厂脱硝及再生水价格等绿色水价电价政策。

《规划》指出，为从根本上解决“资源低价、环境无价”导致的资源配置不合理问题，“十二五”期间，环保部将建立并完善环境资源产品定价机制、收费机制和税收机制等。

在环境资源产品定价方面，《规划》提出，要推动制定限制类和淘汰类高耗水企业惩罚性水价，完善鼓励再生水、海洋淡水、微咸水、矿井水和雨水开发利用的价格政策。同时，要推动制定高耗能、高污染行业差别电价政策，对污水处理、污泥无害化处理、非电力行业脱硫脱硝和垃圾处理设施等鼓励类企业实行政策优惠。研究基于环境成本考虑的资源性产品定价政策，将资源开采过程中的生态环境破坏成本，纳入煤炭、石油、天然气、稀缺资源等资源定价体系中。

5. 行业关注

供水行业市场化水平低，行业盈利低微

目前国内水务行业特别是供水行业采取的是地方政府独家垄断经营的方式，行政色彩相对浓

厚，供水公司的商业运作与管理创新受到较大的限制。由于水务行业市场化程度不高，水不被真正地视为商品，供水水价低于供水成本，造成供水企业长期亏损。城市水价构成中，主要只考虑了净水成本补偿，而对供排水管网建设和污水处理成本补偿不足。水价由地方物价局举行价格听证会的方式决定，没有建立根据市场供求和成本变化及时调整的机制，供水价格普遍偏低，造成供水企业长期处于保本微利甚至亏损状态，严重阻碍了供水行业的发展。目前国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。自来水价格调整向市场化靠拢有望推动水价的上涨，改善行业盈利状况。

水务行业集中度较为分散，行业内缺少龙头企业

目前国内共有城市供水企业约 1,110 家，相比 2010 年减少了约 50%，行业的市场集中度有所提高，但规模最大的企业其市场份额也仅有约 4%，行业的市场集中度仍非常低。国有水务公司与政府部门有天然的公共关系优势，在区域范围内拥有资源优势和垄断优势。但在跨地域经营、规模经济方面与全国性的公司相比，有一定的差距。外资公司拥有先进的水务技术，尤其在污水处理行业处于技术领先地位，但是整个行业内外资公司数量不多。民营企业由于水务行业涉及国计民生，对一国的经济社会稳定十分关键，因此，目前进入该行业的民营企业相对较少，所占市场份额也较为有限，主要集中在污水处理领域。

6. 行业未来发展

水是我国社会生产和居民生活不可或缺的资源，随着中国宏观经济的稳定增长和中国城镇化进程的加快，城市供水的需求会持续旺盛。

市场化的政策导向将加快水务行业的发展进程。随着我国水资源的供求矛盾日益突出，通过水价杠杆调节水资源的供求关系，促进水资源的合理利用，保障经济社会的可持续发展，成为水价改革的主要目的，而水价改革也将为社会资本等多元化资本进入创造了基本的盈利空间，有利于行业的健康发展。近年来，国家加大了水价改革的力度，国内大部分城市都已实施或在积极酝酿水价上调的具体方案，完善水价形成机制、合理调整城市供水、水利工程供水价格、加大污水处理费征收力度等措施。

联合评级认为，国民经济持续、快速、稳定发展为水务行业的发展提供了保证，环境保护力度的加大也将促进污水处理行业发展，此外，水价形成机制的合理化改革，将给专业化的投资运营商带来良好的投资收益，城市供水行业面临良好的发展前景。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

自来水业务竞争优势

公司的子公司清远市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）设立于 1961 年，前身为清远市清城镇自来水厂。经过 40 年的发展，自来水公司在清远市地区建立了良好的市场品牌形象，并先后获得广东省厂矿科协工作先进集体、清城区优秀民营企业、清远市北江镉污染应急处理工作先进集体、中国守合同重信用企业、广东省守合同重信用企业（连续十四年）、诚信公约会员单位、广东省诚信示范企业（连续五年）等一系列荣誉称号。自来水公司年供水量在 7,000 万立方米左右，供水管网遍及清远市区城市规划区每一个角落，公司下属七星岗水厂经技术改造后目前供水能力达 20 万 m^3 /日，现实际最高峰供水能力已达 22 万 m^3 /日，供水面积约 210 平方公里，管网总长度约 1,600 多公里，保障市区 55 多万人生活用水和各行业生产经营用水的重任。

公司转制后引入全新的管理和激励机制，加快供水工程建设步伐，推出一站式服务、24小时备勤抢修、24小时供水服务热线等便民服务措施，推行ISO质量管理体系、优质服务工程、预算目标管理绩效考核等。公司于2002年通过了ISO9001:2000国际质量管理体系认证，建立了一系列完善的生产管理规章制度及工作标准，以规范管理促进公司治理的优质高效。目前公司生产管理基本实现自动化和信息化，拥有先进的远程供水遥控监测系统、综合运营系统（含供水调度信息化系统以及语音服务热线系统等），数字化、信息化、现代化的管理体系达到省内同行先进水平。

控股、参股金融公司优势

公司在金融领域投资较广，覆盖了证券、银行、期货等业务。公司目前持有中山证券60.15%股权，参股东莞证券40%股权，参股华联期货有限公司3%股权，参股清远市农村信用合作联社2.18%股权，参股东莞农村商业银行股份有限公司0.77%股权。中山证券和东莞证券均为全国性综合类证券公司，近年来经营业绩始终保持盈利，能为公司带来良好的收益回报。

锦龙股份拥有证券金融行业的成功投资经验，2007年至2009年，锦龙股份累计收购了东莞证券40%股权，此后，锦龙股份作为第一大股东参与东莞证券的日常经营，成功提升了东莞证券的经营业绩。锦龙股份在收购中山证券控股权后，将继续运用自身在证券行业积累的投资经验对中山证券进行整合管理，以提升中山证券的整体运营绩效和分红能力。公司收购的中山证券66.0517%股权中占中山证券出资总额60.15%的股权已于2013年9月26日过户至公司名下。在2013年证券公司分类评比中，中山证券的评比结果为B类BB级。在中国证券业协会公布的2012年度全国114家证券公司会员财务指标排名中，中山证券受托客户资产管理业务净收入增长率排名14位，财务顾问业务净收入增长率排名31位，净资产收益率排名34位，营业部平均代理买卖证券业务净收入排名35位，投资咨询业务综合收入增长率排名43位，并购重组财务顾问业务净收入排名51位，净利润排名58位，净资产排名63位，总资产排名70位，代理买卖证券业务净收入排名75位，净资产排名81位，营业收入排名83位。

东莞证券成立于1988年6月11日，是东莞市国有控股的综合类证券公司，也是全国首批承销保荐机构之一。目前公司直接持有东莞证券股份40%，同时公司的控股股东新世纪公司持有东莞证券股份4.60%，公司为东莞证券的第一大股东。2011年、2012年公司从东莞证券获得的投资收益分别为4,074.55万元和4,534.08万元，占公司投资收益的95.75%和95.33%。东莞证券全资拥有东证锦信投资管理有限公司，并参股华联期货有限公司。在2013年证券公司分类评比中，东莞证券的评比结果为B类BB级。在中国证券业协会公布的2012年度全国114家证券公司会员财务指标排名中，东莞证券财务顾问业务净收入增长率排名17位，客户交易结算资金余额排名31位，代理买卖证券业务净收入排名36位，营业部平均代理买卖证券业务净收入排名36位，净资产收益率排名41位，总资产排名45位，代理买卖证券业务净收入增长率排名45位，营业收入排名50位，股票主承销家数排名50位，净利润排名52位，净资产排名60位，债券主承销家数排名60位，净资产排名62位。

公司参股的东莞农村商业银行股份有限公司(以下简称“东莞农商行”)成立于2005年11月30日，注册资本574,045.45万元，截至2013年12月31日，东莞农商行总资产1,979.16亿元，净资产145.33亿元，每股净资产2.53元；2013年东莞农商行实现收入63.60亿元，实现净利润32.29亿元，每股收益为0.56元。

公司参股的华联期货有限公司(下称“华联期货”)成立于1993年4月，注册资本1亿元，经营范围：商品期货经纪、金融期货经纪。公司参股华联期货3%股权。截至2013年12月31日，华联期货总资产为6.04亿元，净资产为1.18亿元；2013年华联期货实现营业收入6,773.19万元，

净利润 1,168.56 万元。

总体看，公司传统自来水业务区域垄断优势明显，经营比较稳定。公司控股及参股的金融企业，大都是地方上主要的证券公司或银行类金融机构，有一定的区域竞争优势，经营及盈利状况良好，能够为公司带来良好的投资回报。同时，公司具备灵活的经营决策机制和激励机制，可以及时、灵活地制定与经营现状和资产布局相匹配的投资战略，保证公司的持续盈利能力。

2. 科研与技术水平

近年来，随着公司业务不断增长及市区第二水厂等大型供水项目的开展，为满足企业不断发展与壮大的需要，公司一方面加大内部有潜力的人才培养，一方面扩大外部人才引进的范围，通过外部引进和内部培养的形式，公司目前已拥有一套较为科学健全的用人机制。目前公司具有专业技术职称人员 69 人，占公司员工的 30%，其中具有给排水、水质分析、化学分析、水质检验、电气、自动化、机械、计算机等专业的初、中、高级工程师多名。

公司于 2003 年投资设立的子公司清远市锦诚水质检测有限公司（以下简称“锦诚公司”），拥有离子色谱仪、气相色谱仪、原子荧光光谱仪、原子吸收光谱仪、放射仪（ α 、 β ）等国内外先进大型分析仪器设备。锦诚公司于 2005 年通过省计量认证评审，具备 52 项水质检测和 21 项净水材料检验的能力，进一步保障了自来水的供水质量，水质综合合格率达 100%。2008 年，锦诚公司取得了《质量管理体系认证证书》，采用并执行 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 质量控制体系，产品技术指标控制严格、检测监控手段完善，产品品质长期以来受到客户好评和市场认可。

锦诚公司于 2005 年取得计量认证证书，锦诚公司目前具备 104 个项目的检测能力，其中通过计量认证的水质项目有 83 项：包括生活饮用水、地表水等（常规项目 42 项、非常规项目 9 项、地表水 23 项），净水材料检测项目 21 项（净水剂硫酸铝、聚合氯化铝 19 项、净水原材料氯酸钠 2 项），进一步保障了自来水的供水质量，使水质综合合格率达 100%。

表 4 公司水质检测以及净水材料检测的能力

检测项目	检测标准	标准的项目数	具备检测能力的项目数
水质检测项目	《生活饮用水卫生标准》 GB5749-2006	常规项目	42
		非常规项目	64
		小计	106
	《地表水环境质量标准》GB3838-2002	29	23
	其他水质检测标准	-	9
	合计		83
净水材料检测项目	《生活饮用水用聚合氯化铝》GB15892-2009	10	10
	《水处理剂硫酸铝》HG2227-2004	9	9
	《工业氯酸钠》GB/T1618-2008	8	2
	合计		21

资料来源：公司提供；注：合计数去除了检测项目的重复项

总体看，公司在自来水方面具有较强的技术优势。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 5 名，其中包括总经理 1 名，副总经理兼董事会秘书 1 名，财务总监 1 名，总经理助理 1 名。公司高管人员大多在公司从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长杨志茂先生，51 岁，本科学历，曾任东莞市新世纪科教拓展有限公司董事长；现任东莞证券有限责任公司董事，清远市自来水有限责任公司董事长，广东锦龙发展股份有限公司第六届董事会董事长。

公司总经理朱凤廉女士，50岁，本科学历，曾任东莞市新世纪英才学校执行董事，东莞市新世纪科教拓展有限公司董事；现任东莞市新世纪英才学校董事长，东莞证券有限责任公司董事，广东博信投资控股股份有限公司董事长，东莞市弘舜实业发展有限公司执行董事，东莞市裕和实业有限公司执行董事，东莞市伟祺置业投资有限公司董事长，广东锦龙发展股份有限公司第六届董事会董事、公司总经理。

公司董事、副总经理兼董事会秘书张丹丹女士，45岁，本科学历，曾任广州奥桑味精食品有限公司人事部经理，广州时装实业公司副总经理，广东锦龙发展股份有限公司办公室主任、人力资源部经理；现任广东锦龙发展股份有限公司第六届董事会董事、副总经理兼董事会秘书，华联期货有限公司董事，广东博信投资控股股份有限公司董事。

公司董事、财务总监张海梅女士，47岁，大专学历。曾任冠富（清远）化纤厂有限公司财务部副经理，广东锦龙发展股份有限公司财务部经理、总经理助理；现任广东锦龙发展股份有限公司第六届董事会董事、财务总监，东莞证券有限责任公司监事。

公司董事、总经理助理邹小伟先生，54岁，工商管理硕士，给排水工程师，曾任清远市水厂厂长，清远市自来水公司经理，清远市自来水有限责任公司总经理。现任清远市自来水有限责任公司董事，广东锦龙发展股份有限公司第六届董事会董事。

截至2013年底，公司共有在职员工1,417人，其中研究生以上学历205人，占14.47%；本科学历589人，占41.57%；大专、中专学历391人，占27.59%；高中及以下学历232人，占16.37%。岗位分布中，生产人员占员工总数的4.09%；销售人员占员工总数的23.95%；技术人员占员工总数的14.40%；财务人员占员工总数的3.39%；行政人员占员工总数的5.93%；资产管理业务人员占员工总数2.33%；经纪业务人员占员工总数的54.83%；投行、投资及研究人员占9.32%；其他人员占1.13%。

总体来看，公司员工整体素质较高；公司主要高管人员大都为业内专家，在行业和企业经营管理方面具有丰富从业经验，整体素质较高。

4. 外部环境

区位优势

公司的自来水业务经营范围主要在清远市清城区，独占了石角镇、凤城街道、东城街道、洲心街道和横荷街道的供水经营，具有部分地方垄断经营的特点。由于清远市近年来经济保持较高水平，房地产业和旅游业快速发展，清远市区常住人口持续增加，居民、商业、工业用水需求持续增加，自来水公司的自来水生产和销售业务的规模和收益有望持续增长。

表5 清远市近三年的经济情况

项目	2010年	2011年	2012年
国内生产总值	1,088.20 亿元	1,003.03 亿元	1,025.03 亿元
人均国内生产总值	2.95 万元	2.69 万元	2.73 万元
财政收入	154.8 亿元	221.3 亿元	207.5 亿元
工业总产值	2,887.04	1,752.2 亿元	1,334.44 亿元
全市总人口	413.47 万人	416.53 万人	405.67 万人

资料来源：《清远市统计年鉴》

其次，公司自来水是直接从北江七星岗取水，北江是珠江水系支流中水质较好的一段，多年来一直保持或优于II类地表水的优质标准，因此自来水公司在生产环节无需经过原水预处理，节约了生产成本。

政府支持

政府对公司自来水业务大力支持，主要体现在：支持公司通过管网延伸或收购周边水厂的方式进行供水区域的拓展；支持公司对自来水城市管网建设的投资，地方财政为自来水公司提供中长期低息国债贷款（截至 2012 年底，自来水公司该项国债贷款为 1,200 万元）；支持公司筹建清远市区第二水厂的相关筹建工作。

5. 股东实力

公司控股股东新世纪公司持有公司股票 224,055,636 股，占公司总股本的 50.01%。新世纪公司于 1997 年 1 月 14 日成立，现注册资本为 80,000 万元，法定代表人：杨梅英。股权结构：东莞市弘舜实业发展有限公司持有 70% 股权，东莞市裕和实业有限公司持有 30% 股权。截至 2012 年 12 月 31 日，新世纪公司总资产 34.16 亿元，净资产 19.86 亿元，新世纪公司 2012 年实现净利润 4,750 万元。新世纪公司的实际控制人为杨志茂先生，杨志茂先生实际控制的主要企业的情况如下：

表 6 公司的实际控制人控制的公司情况

序号	企业名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例
1	东莞市弘舜实业发展有限公司	50,000	实业投资、科教投资	杨志茂持股 24%，朱凤廉持股 6%，东莞市裕和实业有限公司持股 70%
2	东莞市裕和实业有限公司	30,000	实业投资	杨志茂持股 80%，朱凤廉持股 20%
3	广东博信投资控股股份有限公司	23,000	对外投资业务，国内（一般经营项目商品）贸易、物资供销	杨志茂持股 14.09%，朱凤廉持股 13.30%
4	广东锦龙发展股份有限公司	44,800	证券投资、自来水的生产和供应	新世纪公司持股 50.01%
5	中山证券有限责任公司	135,500	证券业务	锦龙股份持股 60.15%
6	东莞证券有限责任公司	150,000	证券业务	新世纪公司持股 4.6%，锦龙股份持股 40%
7	东莞市锦城房地产投资有限公司	2,000	房地产投资，房地产开发	新世纪公司持股 60%
8	东莞市金舜房地产投资有限公司	24,000	房地产投资	东莞市弘舜实业发展有限公司持股 100%
9	东莞市新世纪英才学校	8,000	幼儿园、小学、初中、高中	东莞市弘舜实业发展有限公司持股 100%

资料来源：公司提供

公司控股股东新世纪公司及实际控制人杨志茂先生具有雄厚的资金实力，投资领域涉及房地产、教育、证券金融等。新世纪公司大力支持锦龙股份的发展，2012 年 8 月，新世纪公司为增强锦龙股份的资本实力，以现金 13.35 亿元认购锦龙股份非公开发行股票 1.43 亿股。

总体看，公司的股东和实际控制人实力较雄厚，控股和参股公司较多，能对公司提供一定的外部支持。

五、公司治理与内控

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》等有关法律法规及公司章程，构建了由股东大会、董事会、监事会及高管层组成的法人治理结构，并制定了相关议事规则。

股东大会是公司的权力机构，主要负责决定公司的经营方针和投资计划，审议年度财务预算

方案、决算方案、利润分配方案等。近年来，公司根据《公司章程》、《股东大会议事规则》的要求召集和召开年度股东大会和临时股东大会，确保了股东的知情权、参与权和决策权。

公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会下设审计委员会、发展战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，各专门委员会严格按照议事规则履行职责，为董事会决策提供支持。

公司监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 名。监事会主要负责审议年度工作报告等议案，还通过列席董事会和管理层会议对董事及高级管理人员的履职情况进行监督。

公司制定了《独立董事制度》，对独立董事的任职条件、独立性、提名、选举和更换、职权和义务进行了规定。同时，为完善公司治理机制，加强内部控制建设，确保独立董事切实履行责任和义务，充分发挥独立董事在信息披露方面的作用，公司在《广东锦龙发展股份有限公司年报报告制度》中明确了独立董事在公司年报的编制和披露过程中的责任和义务。

公司始终坚持风险可控、可测、可承受下的价值投资的经营理念，大力加强风险管理和内部控制建设，确保公司各项业务稳定、健康、可持续发展。公司及其董事、监事、经理及其他高管人员过去三年没有违法违规行为。

总体看，公司搭建了较为完善的公司治理架构，运行情况良好。

2. 管理体制

公司总部设有法务部、办公室、行政部、财务部等职能部门（见附件 1-1）。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

生产和质量控制

自来水公司根据 ISO9001:2008 标准和国家有关法律法规要求，制定、实施了《质量手册》，对各部门质量管理职能及质量控制程序作了明确规定。《质量手册》阐述了公司质量方针、质量目标及质量管理体系，从制度层面上规范了公司的生产运营活动。《质量手册》由公司总经理发布，并任命专人作为质量控制公司管理者代表，明确了“以用户为关注焦点，确保水质、水压、水量达到规定要求，提高服务质量”的质量方针及具体的质量目标。公司清晰的质量诉求在全公司中塑造了“质量至上”的经营理念，有助于提高公司的产品质量及公司形象。

存货与仓储控制

为了规范存货的仓储与采购，自来水公司制定了《存货管理内部控制制度》、《仓库管理规定》、《材料采购规定及流程》文件。其中《存货管理内部控制制度》规定了各种类别的存货的入库、验收、登记建档、发放及盘点等相关具体程序。《仓库管理规定》明确了存货的仓储、出入库、盘点及仓储报表的填列及上报程序；而《材料采购规定与流程》规范了大宗材料、一般材料采购及零星材料、特殊材料及其他材料采购的供应商选择及价格的确定、采购方式、申购流程及付款流程等。同时，《材料付款流程》明确了付款附件、审批程序及特殊临时付款的程序。公司通过上述系列文件明确了相关岗位职责及业务审批程序，并严格照章进行规范运作，较好地防范了原材料采购、存货管理及仓储风险。

子公司管理内部控制制度

为了加强公司对下属子公司的管理，确保子公司业务符合公司的战略发展方向，有效控制子公司的经营风险，公司规定管理子公司的政策如下：“实施子公司重要经营决策权的直接控制；公司设定子公司的经营目标，审批经营性预算和资本性预算；直接委任子公司的关键管理人员，设定子公司的组织机构设置；定期审核子公司的经营和财务报告，实施考核和评价。”公司制定了较

为完善的信息系统管理制度及实施方案，在系统运行、软件开发、信息安全管理等方面均设置了比较详尽的管理措施和业务流程。近年来各系统保持平稳运行。

销售与收款控制

公司销售与收款流程各环节中相关岗位的员工职权分离，因为供水业务的特殊性，公司的应收账款收款控制可以通过停水来实现，近三年公司应收账款坏账率很小。

对外投资及担保控制

公司制订了《对外投资管理制度》，对收购出售资产、对外投资、资产抵押、对外担保事项、委托理财等权限、程序做出了详细规定；并明确了董事会“对重大投资项目必须组织有关专家、专业人员进行评审，并报股东大会批准”的义务。投资管理内部控制制度规范了公司的投资行为，从制度上保证了公司投资安全，防范了投资风险。公司制定了专门的《对外担保管理制度》，规范了公司对外提供担保的决策程序、审批权限及责任归集等制度规范，在制度层面上有效地防范了公司对外担保风险。

总体看，公司不断强化内控体系建设，健全管理制度与流程，内控管理水平良好。

六、经营分析

1. 经营概况

截至 2013 年底，公司主营自来水业务和证券业务。公司营业收入来源于自来水的销售和检测、以及证券业务的手续费和佣金收入，投资收益主要源自于公司对东莞证券的股权投资收益。

2013 年，公司先后收购了东莞农商行 0.7665% 的股权以及中山证券 66.0517% 的股权(其中 60.15% 的股权已过户至公司名下)，公司的证券业务以及投资参股其他金融资产成为公司经营活动的重心，中山证券成为公司未来主要利润来源。

截至 2013 年底，公司自来水业务收入稳定，证券业务和金融资产投资收益取得了一定的增长。2013 年，公司实现营业总收入 3.43 亿元，同比增长 261.87%；实现营业利润 0.97 亿元，同比上升 173.41%；实现净利润 0.77 亿元，同比增加 171.89%；公司营业利润率为 78.51%，盈利能力较 2012 年的 46.31% 大幅提高。

2. 证券业务

目前，公司的证券业务主要来自于中山证券。2007~2009 年，公司累计收购了东莞证券 40% 的股权，此后一直作为第一大股东参与东莞证券的日常经营，成功提升了东莞证券的经营业绩。2013 年 9 月 16 日，经中国证监会《关于核准广东锦龙发展股份有限公司重大资产重组的批复》(证监许可[2013]1188 号)，中国证监会核准了公司出资收购中山证券 66.0517% 股权的重大资产购买方案。2013 年 9 月 27 日，经深圳市市场监督管理局核准，公司收购的中山证券 66.0517% 股权中占中山证券出资总额 60.15% 的股权已于 2013 年 9 月 26 日过户至公司名下。此次重大资产购买标的资产的交易价格为 25.96 亿元，资本溢价计入公司商誉，交易资金来源于公司自有资金及并购贷款。公司在收购中山证券控股权后，将继续运用自身在证券行业积累的投资经验对中山证券进行整合管理，以提升中山证券的整体运营绩效和分红能力。

中山证券的经营范围包括证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。同时，中山证券通过控股上海大陆期货 51% 股权开展商品期货经纪、金融期货经纪和期货投资咨询业务，通过参股益民基金管理有限公司 20% 股权开展基金募集、基金销售

和资产管理等业务，并参股了世纪证券 1.09% 股权。

截至 2013 年底，中山证券资产总额 73.70 亿元、净资产 26.08 亿元；2013 年中山证券实现营业收入 5.54 亿元、净利润 0.28 亿元。中山证券资产规模较大、盈利能力尚可，公司收购中山证券符合公司金融资产控股的未来发展要求。

证券经纪业务

经纪业务是中山证券的主要业务之一，目前，中山证券经纪业务范围几乎覆盖了目前沪深证券市场全部的业务品种。

经纪业务收入水平主要取决于交易佣金费率和交易规模。2011~2013 年，受佣金费率水平下滑及市场交易萎缩的影响，中山证券经纪业务净收入分别为 2.39 亿元、1.88 亿元和 2.65 亿元。2011~2012 年，中山证券平均佣金率及市场平均佣金率呈下降趋势，主要是各证券公司营业部网点扩张加剧佣金率竞争所致。为了应对佣金率下降，稳定经纪业务的发展，中山证券一方面将客服分类、产品分级，发掘差异化优势，推进经纪业务由单一通道向多元财富管理服务的转型；另一方面，中山证券加大自主资讯产品的开发和设计，同时适当引入第三方理财产品和跨市场理财产品，搭建多层次的金融产品库，并建立理财产品的评估与动态管理体系。2013 年，中山证券平均佣金率与市场平均佣金率都有一定提升，但中山证券较市场提升幅度更大，主要是 2013 年中山证券大力发展两融业务带动了客户佣金率的整体提升。

2011~2013 年，中山证券代理买卖证券交易额分别为 2,506.52 亿元、2,110.23 亿元和 4,894.29 亿元。

表 7 中山证券代理买卖证券业务营业收入及占比情况（单位：亿元）

项目	2011 年		2012 年		2013 年	
	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额
A 股	2.33%	1,977.39	2.07%	1,296.35	2.13%	1,988.42
B 股	2.48%	6.92	2.28%	3.96	1.45%	6.06
基金	0.91%	11.74	1.21%	19.86	0.52%	15.39
债券	0.05%	20.90	0.04%	28.41	0.04%	47.97
债券回购	1.18%	482.70	1.04%	761.66	2.44%	2,836.45
权证	0.99%	6.87	--	--	--	--
合计	1.94%	2,506.52	1.51%	2,110.23	2.268%	4,894.29

资料来源：中山证券提供

2013 年，中山证券实现交易总额 4,894.29 亿元，所占市场份额为 2.268%，较 2012 的 1.51% 有较大程度上升；其中 A 股市场股票交易总额 1,988.42 亿元，较 2012 年增长 53.39%，上涨幅度高于市场平均水平；债券回购交易量大幅增长 272.40%，市场份额较 2012 年的 1.04% 提升到 2.44%。

截至 2013 年底，中山证券共有 14 家营业部，地理位置从东北到华南，遍布东部沿海经济发达地区，依托环渤海、长江三角洲与珠江三角洲等经济圈，其中 4 家营业部位于经纪业务竞争性较弱的城市，有利于维持较高的佣金率。

总体看，中山证券经纪业务的发展受市场环境的影响较大，但中山证券积极开展业务创新，不断务实推进经纪业务由单一通道向多元财富管理服务的转型，2013 年中山证券证券交易量和佣金收入大幅提升。

投资银行业务

中山证券投资银行业务主要包括股票和债券的发行、承销业务，企业重组、兼并与收购的财务顾问以及融资安排，项目融资等。投资银行业务开展以业务拓展和项目管理为中心，由投资银

行总部及下设的八个业务部门负责投行各项业务的承揽及承做工作，由以项目小组、质量控制部、内核小组、合规与风险管理部相结合的管理体系对项目质量及风险进行监督及防范。

投资银行总部以业务为导向，在深圳、上海、北京、广州和武汉设有业务分部，业务发展的区域重点是以这几个城市为中心的珠三角、长三角及环渤海地区。基于中山证券投行业务品牌建设的现状及不同企业性质的客户的需求及企业特点，中山证券投行业务将民营企业及合资企业作为业务开拓的重点。

针对 IPO 形势不乐观的现状，中山证券投资银行业务积极转变发展方向。由“以保荐业务为主”的发展策略，转变为“在维持现有保荐项目储备梯度的情况下，加大债券（包括公司债、城投债及中小企业债）承销发行、新三板、四板及并购业务的发展力度”。

2013 年，中山证券作为主承销商和分销商参与债券发行项目 104 单，实现承销收入 0.84 亿元。

表 8 2011~2013 年中山证券投资银行业务情况

类型	承担角色	承销次数（次）			承销金额（亿元）			承销收入（万元）		
		2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
IPO	主承销商									
	副主承销商									
	分销商	--	1	--				--	6.00	--
增发	主承销商	1	--	--	29,000.00	--		700.00	--	--
	副主承销商									
	分销商									
债券发行	主承销商	--	--	5	--	--	494,400.00	--	--	1,959.09
	副主承销商	5	3	--	17,000.00	--	--	51.00	154.71	--
	分销商	12	67	99	--	2,982,953.31	5,137,627.40	33.00	4,359.31	6,450.50
合计		18	71	104	46,000.00	2,982,953.31	5,632,027.40	784.00	4,520.02	8,409.59

资料来源：中山证券提供

截至 2013 年底，中山证券报会项目共有 5 个，4 个已完成了反馈意见回复工作。除此之外，在中山证券的储备项目中，有 5 家拟上市企业已经进入中期辅导阶段，7 家企业处于初期财务顾问改制阶段。项目储备数量梯度合理，投行业务发展具有一定可持续性。

总体看，目前中山证券股票承销业务受 IPO 发行政策影响，业务基本停滞，但中山证券项目储备数量梯度合理，具有一定可持续性。同时，中山证券债券承销发行业务进一步提升，营业收入显著改善，但投资银行业务受证券市场和监管政策的影响较大，存在不确定性。

证券投资

中山证券证券投资业务的主要收入来源于股票二级市场投资及新股申购，基金的投资，银行间市场、交易所市场及其它市场的固定收益证券的认购和交易、衍生产品交易。

2011~2013 年，A 股行情震荡下行，权益类投资机会减少。中山证券证券投资业务顺势减少了权益类的投资比重，并根据市场行情走势采用波段操作策略，收益率逐年上升。债券市场在近三年内行情走好，中山证券证券投资业务根据市场行情走势增加了债券类的投资比重，取得较好的投资收益。

表 9 2011~2013 年中山证券证券投资业务情况（单位：亿元）

项目		2011 年	2012 年	2013 年
股票、基金及衍生品	规模	6.48	3.98	3.77
	收益总额	-0.78	0.02	0.17
	收益率	-11.97%	0.57%	4.53%

项目		2011年	2012年	2013年
债券	规模	9.77	14.49	28.44
	收益总额	0.81	0.68	0.04
	收益率	8.34%	4.70%	0.16%
合计	规模	16.25	18.47	32.22
	收益总额	0.04	0.70	0.22
	收益率	0.24%	3.81%	0.67%

资料来源：中山证券提供

2011~2013年，中山证券证券投资收益率分别为0.24%、3.81%和0.67%，受债券市场竞争加剧，投资收益情况波动较大；其中债券投资收益率分别为8.34%、4.70%和0.16%。2013年，中山证券股票、基金及衍生品投资业务实现收益总额3.77亿元，收益率为4.53%。

总体看，中山证券近年来的证券投资规模不断提升，投资收益率要明显强于市场指数波动率，但投资收益规模较低，受国内证券市场发展现状及运行特征、自身证券投资能力等因素影响，中山证券的证券投资未来仍存在较大的不确定性。

资产管理业务

2009年7月10日，中山证券取得资产管理业务资格。中山证券同时开展集合资产管理计划和定向资产管理计划业务。2010年2月25日，中山证券成立首支集合资产管理计划—中山证券蓝筹成长灵活配置集合资产管理计划（“金汇1号”）。截至2013年底，中山证券共发行了9支集合资产组合产品。

表10 2011~2013年中山证券资产管理业务情况（单位：万元）

项目	2011年		2012年		2013年	
	资产管理规模	管理费收入	资产管理规模	管理费收入	资产管理规模	管理费收入
集合理财	19,304.09	228.70	19,328.45	204.89	77,161.54	467.69
定向理财	12.08	--	1,793,761.91	390.37	11,103,272.32	7524.51
合计	19,316.17	228.70	1,813,090.36	595.26	11,180,433.86	7,992.20

资料来源：中山证券提供

近年来，中山证券积极发展定向资产管理计划。经过三年多的发展，中山证券定向资产管理能力得到市场的认可，截至2013年底，中山证券的定向资产管理计划规模达1,110.33亿元，主要是为银行提供通道的产品。

中山证券制订了严格的业务流程，以保证客户资产管理业务规范运作，有效防范、规避和化解各类风险，最大限度地保护投资者的合法权益。

总体看，中山证券的集合资产管理业务与定向资产管理业务均稳步发展。未来随着该业务板块内产品的不断完善和成熟，中山证券在资产管理规模和盈利能力方面都将有较大发展。

3. 自来水业务

公司的自来水业务涵盖了自来水的生产和供应，经营主体为公司控股子公司清远市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”），公司持有自来水公司80%的股权。自来水公司前身为清城镇自来水厂，2012年12月，清远市政府将自来水公司的产权有偿转让给公司，使自来水公司成为由政府管理的城市市政供水企业转为民营控股供水企业。

公司以珠江支流之一的北江（清远段）作为原水水源。公司供水水源水质良好，达到国家《地表水环境质量标准》II类水质标准，水源水量充沛，可充分满足公司的生产需求。

目前，公司的自来水生产技术与销售模式比较成熟，处于大规模生产阶段，供水能力基本能

够满足用水需求。

自来水生产

截至 2013 年底，公司拥有 1 家自来水厂（七星岗自来水厂），设计日均产能为 16 万立方米。经技术改造后，日均产能为 20 万立方米，最大产能可达 22 万立方米/天，年产能为 7,300 万立方米。从制水能力看，公司主要依靠自产方式供应自来水产品，自产产量占同期自来水公司供水总量的 97.79%~100%，外购量占比在 2.21% 以内。截至 2013 年底，自来水公司产能、产量情况如下表 11 所示：

表 11 2010~2013 年自来水公司产能和产量情况（单位：万立方米）

时期	产能	产量				
	自产	自产	占比	外购	占比	合计
2011 年	7,300.00	6879.41	99.97%	1.87	0.03%	6,881.28
2012 年	7,300.00	6,903.02	100.00%	--	--	6,903.02
2013 年	7,300.00	7,081.81	97.79%	160	2.21%	7,241.81

资料来源：公司提供

自来水供应及销售

从供应情况看，公司自来水主要供应区域为清远市清城区（中心城区），依靠管网建设供应自来水产品，在用水高峰期通过外购方式满足少数地区高峰用水需求，自产产量和自产供应量均占 99% 以上。截至 2013 年底，公司自来水业务产量和供应量情况如下表 12 所示：

表 12 2011~2013 年公司自来水业务产量、销量及产销率情况

年度		产量			供应量			产销率		
		自产	外购	合计	自产	外购	合计	自产	外购	合计
2011 年	数量	6,879.41	1.87	6,881.28	5,963.63	1.57	5,965.19	86.69%	83.69%	86.69%
	占比	99.97%	0.03%	100.00%	99.97%	0.03%	100.00%	--	--	--
2012 年	数量	6,903.02	--	6,903.02	5,961.10	--	5,961.10	86.35%	--	86.35%
	占比	100%	--	100%	100%	--	100%	--	--	--
2013 年	数量	7,081.81	160	7,241.81	6,233.02	140.80	6,373.82	88%	88%	88%
	占比	97.79%	2.21%	100%	97.79%	2.21%	100%	--	--	--

资料来源：公司提供

从销售情况看，公司水厂地处中心城区，供水客户以城镇居民为主，其次为商业服务用水和工业用水。近年来，公司的自来水费回收情况较好，回收率在 99% 左右，公司与用水用户每月结算一次。公司设立城北（旧城）、城南（新城）和石角镇等 3 个用水管理所，按区域分片管理，并加强对抄表收费人员的绩效考核。

价格制定方面，由于自来供应属于公用事业，公司无自主定价权。多年来，清远市平均水价较低（2012 年综合平均价为 1.48 元/立方米），在广东省属于偏低水平。2013 年，政府对水价进行了政策性调整，将水资源费和价格调整基金并入水费，整体水价有所上升（2013 年综合平均价格为 1.6 元左右），2013 年公司自来水业务毛利润有明显增长。截至 2013 年底，民用水价为 1.12 元/立方米，工业用水价位为 1.33 元/立方米，特种水价为 3.35 元/立方米，商业服务用水为 2.55 元/立方米。

自来水业务收入情况

2011~2013 年，公司自来水业务营业收入年均复合增长了 8.01%，呈稳步发展的态势。2013 年，公司自来水业务实现营业收入 1.00 亿元，占营业总收入的 29.16%；自来水收入和检测收入分别占比 97.65% 和 2.35%。

表 13 2011~2013 年公司主营业务收入、占比及毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
自来水	8,372.31	99.09%	40.93%	8,367.17	98.06%	44.68%	9,766.82	97.65%	46.06%
水检测	77.11	0.91%	10.79%	165.72	1.94%	34.68%	234.90	2.35%	41.19%
合计	8,449.42	100.00%	39.56%	8,532.89	100.00%	44.49%	10,001.72	100.00%	45.94%

资料来源: 公司 2011~2013 年报

毛利率方面, 2013 年公司自来水收入毛利率有所增长, 主要是 2013 年清远市水价有所上涨、以及公司积极开展成本控制并且通过降低输水漏损率来提高自来水实际产销率所致。受上述因素影响, 公司自来水业务毛利率水平由 2012 年的 44.49% 上升至 2013 年的 45.94%。

总体看, 公司自来水供应基本达到产销平衡, 自来水运输漏损率低; 供水客户以居民为主, 水费回收情况较好; 水费上涨导致自来水业务毛利润上涨, 增强自来水业务盈利能力。

4. 金融资产投资

公司在金融领域投资较广, 覆盖了证券、银行、期货等业务。截至 2013 年底, 公司参股东莞证券 40% 股权, 以权益法核算; 参股华联期货有限公司 3% 股权, 参股清远市农村信用合作联社 2.18% 股权, 参股清远农村商业银行股份有限公司 0.06% 股权, 参股东莞农村商业银行有限公司 0.77% 股权, 均以成本法核算。

东莞证券有限责任公司

2009 年 6 月, 公司完成收购东莞证券有限责任公司合计 40% 股权的重大资产购买交易。东莞证券是全国首批承销保荐机构之一, 业务范围涵盖了经纪、投资咨询、财务顾问、承销与保荐、证券自营、资产管理、基金代销、期货 IB、直接投资、融资融券等领域。营业网点遍布珠三角、长三角及环渤海经济圈, “立足东莞、面向华南、走向全国” 的格局基本形成。东莞证券全资拥有东证锦信投资管理有限公司, 并参股华联期货有限公司。截至 2013 年底, 东莞证券合并资产总额 116.12 亿元、净资产 26.14 亿元; 2013 年东莞证券实现营业收入 10.68 亿元、净利润 2.64 亿元。东莞证券资产规模较大、盈利能力较强, 公司持有的东莞证券股权有利于提高公司的投资收益, 但加大了公司资本公积的波动性。

东莞农村商业银行股份有限公司

2013 年 3 月 14 日, 公司与控股股东新世纪公司签订了有关公司收购新世纪公司持有的东莞农村商业银行股份有限公司(下称“东莞农商行”)4,000 万股股权, 占东莞农商行总股本的 0.7665%, 转让价格为 16,120.00 万元的股权转让合同。根据深圳证券交易所《股票上市规则》的规定, 此交易的股权转让方为公司的控股股东新世纪公司(持有公司 50.01% 股权), 此次交易构成关联交易。公司收购东莞农商行 4,000 万股股权的目的是增加公司持有金融类资产的比重, 以增加公司未来稳定持续的收益来源。此次关联交易有利于公司未来的持续发展, 有利于实现公司股东权益的最大化。

截至 2013 年底, 东莞农商行总资产为 1,979.16 亿元, 净资产为 148.73 亿元, 东莞农商行的资本充足率为 13.96%, 核心资本充足率为 12.84%, 整体资产质量状况良好。

2011~2013 年, 东莞农商行归属于母公司所有者的净利润分别为 24.37 亿元、28.63 亿元和 32.03 亿元, 经营业绩稳定增长。2011~2013 年, 东莞农商行净资产收益率分别为 25.62%、24.60% 和 23.32%, 盈利能力较强。公司收购东莞农商行股权后, 东莞农商行可以为公司带来较高且稳定的投资收益。

2011~2012年，东莞农商行均实行“每10股派发现金红利1.28元并每10股送1股”的分红政策，2013年现金分红比例为20.8%。现金分红占当年东莞农商行归属于母公司净利润的比例分别为24.92%、23.33%和37.28%，现金分红比例较高，有利于增加公司的投资性现金流入。

总体看，公司收购东莞农商行后，可提高公司资产质量，且公司可从东莞农商行获得较高的投资收益及稳定可观的现金分红。

其他金融资产

此外，公司还参股华联期货有限公司3%股权，参股清远市农村信用合作联社2.18%股权，参股清远农村商业银行股份有限公司0.06%股权，并通过收购中山证券股权，获得益民基金管理有限公司和世纪证券有限责任公司的部分股权，如下表14所示：

表14 截至2013年底公司持有的其他金融资产（单位：万元）

公司名称	核算方法	投资成本	持股比例 (2013年)	账面值 (2013年)	现金红利 (2013年)
华联期货有限公司	成本法	390.00	3.00%	390.00	0.27
清远市农村信用合作联社	成本法	160.00	2.18%	160.00	--
清远农村商业银行股份有限公司	成本法	50.00	0.06%	50.00	--
益民基金管理有限公司	权益法	5,500.00	20.00%	5,500.00	--
世纪证券有限责任公司	成本法	1,341.00	1.09%	1,341.00	--

资料来源：公司2013年报

总体看，近年来公司为提高整体收益水平加大了金融资产的投资力度，持有的东莞证券股权使得公司资产规模大幅增长，同时也加大了资本公积的波动性；其他金融股权投资的收益情况也有待进一步体现。

4. 重大事项

非公开发行股票

公司于2012年2月16日与东莞市新世纪科教拓展有限公司签订了附条件生效的《股份认购合同》。公司非公开发行A股股票143,376,952股，发行价格为9.31元/股（本次非公开发行的定价基准日为本公司第五届董事会第二十二次会议决议公告日，发行价格为定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%），公司控股股东--东莞市新世纪科教拓展有限公司以现金全部认购。东莞市新世纪科教拓展有限公司为公司控股股东，该非公开发行股票事项构成关联交易。该交易已经中国证监会核准，公司非公开发行A股股票事项于2012年8月实施完毕。公司本次募集资金用途为补充流动资金。2012年9月14日，公司一次性将本次募集资金净额1,318,580,143.12元全部补充流动资金，至此，公司2012年非公开发行募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。

东莞农商行股权购买

公司收购控股股东--东莞市新世纪科教拓展有限公司持有的东莞农商行4,000万股股权，占东莞农商行总股本的0.7665%，转让价格为16,120万元。公司与东莞市新世纪科教拓展有限公司已于2013年3月14日在东莞市签订了相关的股权转让合同。

由于东莞农商行于2013年4月29日实施了2012年度分红（每10股转增1股，同时每10股派发红利1.28元）。公司2013年6月3日与东莞市新世纪科教拓展有限公司签订了《<股权转让合同>补充合同》，约定公司拟收购的东莞农商行4,000万股股权因前述分红对应转增的400万股股权和现金分红512万元，均由公司享有；同时此前《股权转让合同》约定的转让价款16,120万元不作调整。

中山证券股权收购事项

公司收购的中山证券 66.0517% 股权中占中山证券出资总额 60.15% 的股权已于 2013 年 9 月 26 日过户至公司名下；另占中山证券出资总额 5.90% 的股权（包括由厦门来尔富贸易有限责任公司（以下简称：“厦门来尔富”）转让的占中山证券出资总额 4.4280% 的股权，由晋江市恒隆建材有限公司（以下简称：“恒隆建材”）转让的占中山证券出资总额 1.4760% 的股权），根据公司 2013 年 3 月 10 日分别与恒隆建材和厦门来尔富签订的《股权转让合同》的约定，在合同签订后届满 8 个月时如仍未能取得证券监管部门的核准，转让方和受让方应以书面形式确认继续履行合同，否则《股权转让合同》可以解除。公司与恒隆建材已签订了继续履行《股权转让合同》的《确认书》；但厦门来尔富确认解除与公司于 2013 年 3 月 10 日签订的上述《股权转让合同》，并根据《股权转让合同》的相关约定退还公司此前已付的股权转让价款人民币捌仟柒佰万元（8,700 万元）。至此，厦门来尔富向公司转让中山证券 4.4280% 股权事项已终止。

转让自来水业务

2014 年 3 月 27 日，公司 2014 年第一次临时股东大会审议通过了《关于转让清远市自来水有限责任公司 80% 股权的议案》。2014 年 3 月 28 日，公司所转让的自来水公司 80% 股权已过户到东莞市弘舜实业发展有限公司（以下简称“弘舜公司”）名下，相关股权变更登记手续已办理完毕。经广东中联羊城资产评估有限公司评估，以 2013 年 12 月 31 日为基准日，自来水公司股东全部权益的评估价值为 38,814.62 万元，对应 80% 比例为 31,051.70 万元。公司与弘舜公司商定，以经评估的自来水公司股权的价值为定价依据，并考虑溢价因素，将前述 80% 股权的转让价款确定为 31,600.00 万元。本次交易的股权受让方为控股股东东莞市新世纪科教拓展有限公司母公司--弘舜公司(持有新世纪公司 70% 股权)，本次交易构成关联交易。转让自来水公司 80% 股权后，公司合并报表范围减少了自来水公司。

总体看，公司通过本次转让自来水公司股权，可以回收资金并实现较高的投资收益，有利于公司主营业务逐步转向证券业务和其他金融业务，符合公司的发展战略，有利于公司的持续发展。

5. 未来发展

公司未来的发展战略将以证券业务和其他金融投资业务为主：

证券业务

公司目前持有中山证券 60.15% 股权，持有东莞证券 40% 股权。通过上市公司平台为中山证券、东莞证券的发展提供强大的资本支持。公司未来将利用上市公司的融资能力优势，支持中山证券和东莞证券的各项业务的发展，以提高其收入水平和盈利能力。以市场化的经营理念和激励机制促进公司证券业务的发展。公司作为一家民营企业，市场化程度较高，有着较强的灵活性。公司将采用市场化的经营理念来经营中山证券，引进优秀人才，建立有效的激励机制，充分调动证券业务经营管理人员的积极性来提升证券业务的业绩。公司将及时把握市场机会开展创新业务，大力开展证券创新业务，并从管理制度上和风险控制上不断优化与完善证券创新业务，以适应新时期证券行业创新发展的要求。

其他金融投资业务

公司通过参股东莞证券、控股中山证券积累了投资管理证券公司的丰富经验，除证券公司外，公司参股控股公司还包括期货公司、基金公司、银行等金融机构。公司可以充分发挥在经营、管理、财务等方面的协同效应，提高公司的盈利能力。公司在适当的时候继续把握市场机会，拓展公司证券投资以外的其他金融业务投资，以提高公司的盈利能力和市场竞争能力。

总体看，自 2012 年以来，中国证券行业的发展进入一个市场化发展的新阶段，一系列鼓励券商创新的措施出台，证券公司面临较多的市场机会，公司未来的证券业务盈利前景良好。但证券行业也面临着产业升级与转型、业务竞争和人才竞争更加激烈的挑战。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2011~2013 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2011~2013 年底，公司合并范围变化情况如下表 15 所示，公司已于 2013 年 9 月 26 日将中山证券 60.15% 的股权过户至公司名下，中山证券资产负债表以及 4 季度利润表被纳入公司 2013 年度合并范围，导致公司 2013 年度财务报表数据变化较大，同时证券业务取代自来水业务成为公司经营的重心。重大的财务状况和会计政策变化使得公司 2013 年合并财务报表较 2011~2012 年度合并报表的可比性不强，故以 2013 年财务数据分析为主。

表 15 2011~2013 年底公司合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	业务性质	变动原因
2012 年	增加	清远市供水拓展有限责任公司	自来水业务	投资设立
2013 年	增加	中山证券有限责任公司	证券公司	收购股权
2013 年	增加	上海大陆期货有限公司	期货公司	合并
2013 年	增加	上海杰询投资咨询有限公司	咨询公司	合并

资料来源：公司 2013 年报

截至 2013 年底，公司合并资产总额 102.86 亿元，负债合计 66.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）36.25 亿元。2013 年公司实现营业收入 3.43 亿元，净利润（含少数股东损益）0.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.56 亿元。

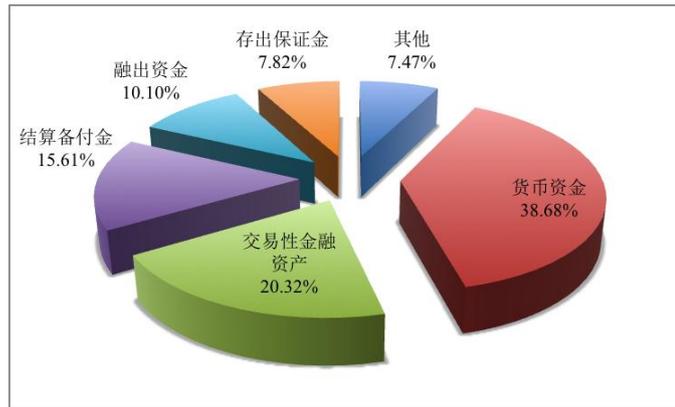
2. 资产质量

2011~2013 年底，公司先后完成定向增发和控股中山证券，致使近三年总资产持续大幅增长，年均复合增长了 176.94%。截至 2013 年底，公司合并资产总额 102.86 亿元，其中流动资产占 49.37%，非流动资产占 50.63%。

流动资产

2011~2013 年底，公司流动资产年均复合增长了 637.44%，主要是 2012 年公司非公开发行股票募集资金到账导致货币资金大幅增加、以及 2013 年公司成功收购中山证券股权并纳入合并范围所致。截至 2013 年底，公司流动资产合计 50.78 亿元，主要由货币资金（占 38.68%）、交易性金融资产（占 20.32%）、结算备付金（占 15.61%）、融出资金（占 10.10%）和存出保证金（占 7.82%）构成。

图 3 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2013 年报

2012~2013 年底，公司货币资金持续大幅增长，年均复合增长率为 423.25%。截至 2013 年底，公司货币资金为 19.64 亿元，占总资产的 19.10%，以银行存款（占 99.98%）为主，无受限货币资金，可用资金规模较大。

2013 年底，公司交易性金融资产为 10.32 亿元，其中交易性债券投资占 78.47%、交易性权益工具投资占 17.09%；同时公司变现有限制的交易性金融资产为 9.58 亿元，主要是中山证券向银行融资质押给银行的债券，融资所得资金用于中山证券的业务，占比为 92.83%，反映出公司交易性金融资产受限程度较大，但多为短期拆借性质。

2013 年底，公司结算备付金为 7.93 亿元，其中客户备付金占 95.02%、自有备付金占 1.57%、信用备付金占 3.41%。

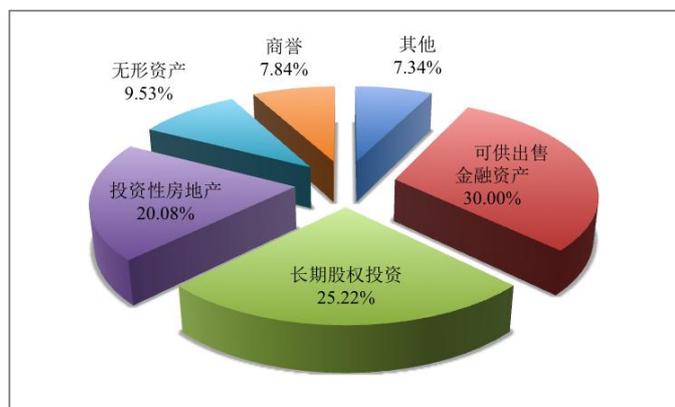
2013 年底，公司融出资金为 5.13 亿元，其中账龄在 1 月以内的占 39.44%、1~3 月的占 33.24%、3~6 月的占 27.30，其余占 0.02%，整体看公司融出资金账龄安排较为合理。公司融出资金担保物金额合计 16.74 亿元，以股票（占 97.98%）为主，担保物对融出资金的保障倍数较高。

2013 年底，公司存出保证金为 3.97 亿元，以交易保证金（占 95.91%）为主。

非流动资产

2011~2013 年底，公司非流动资产年均复合增长了 104.31%，主要是中山证券并表致使公司新增可供出售金融资产以及投资性房地产所致。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 52.08 亿元，以可供出售金融资产（占 30.00%）、长期股权投资（占 25.22%）、投资性房地产（占 20.08%）、无形资产（占 9.53%）和商誉（占 7.84%）为主。

图 4 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2013 年报

截至 2013 年底，公司可供出售金融资产为 15.62 亿元，以可供出售债务工具（占 93.08%）为主；共计提减值金额 0.31 亿元。

2011~2013 年，公司长期股权投资稳步增长，年均复合增长率为 11.19%。截至 2013 年底，公司长期股权投资合计 13.13 亿元，新增对东莞农商行、益民基金管理有限公司和世纪证券有限责任公司的股权投资；公司所投资的东莞证券、东莞农商行账面增值较大，投资收益较好。

图 16 2013 年底公司长期股权投资明细（单位：万元）

参股公司	核算方法	投资成本	帐面价值 (2013 年底)	持股比例	现金红利
清新区自来水安装工程有限公司	权益法	16.04	75.34	32.07%	50.67
清远市清新区太和供水有限公司	权益法	1,121.01	1,649.38	32.07%	50.67
东莞证券有限责任公司	权益法	67,638.01	104,169.03	40.00%	16,000.00
益民基金管理有限公司	权益法	5,500.00	7,896.23	20.00%	--
清远市农村信用合作联社	成本法	160.00	160.00	2.18%	--
华联期货有限公司	成本法	390.00	390.00	3.00%	27.00
世纪证券有限责任公司	成本法	1,340.72	1,340.72	1.09%	--
清远农村商业银行股份有限公司	成本法	50.00	50.00	0.06%	--
东莞农村商业银行股份有限公司	成本法	15,608.00	15,608.00	0.77%	--
合计	--	91,823.78	131,338.70	--	16,128.35

资料来源：公司 2013 年报

注：1. 东莞证券 40% 股权已作为借款的质押担保。

2. 股权投资 - 清远市农村信用合作联社 2012 年余额为 210 万元，其中有 50 万元应为投资清远农村商业银行股份有限公司，2013 年重分类调整为长期股权投资 - 清远市农村信用合作联社 160 万元，占其股权比例为 2.18%，长期股权投资 - 清远农村商业银行股份有限公司，占其股权比例为 0.064%。

截至 2013 年底，公司新增投资性房地产 10.46 亿元，为中山证券自有可用于出租的房产。

截至 2013 年底，公司无形资产为 4.96 亿元，以土地使用权为主。

截至 2013 年底，公司商誉为 4.08 亿元，较年初增长了 9,195.37%，主要是公司收购中山证券的实际出资额超出中山证券的净资产公允价值所致。

总体看，由于非公开发行股票募集资金到账和成功收购中山证券股权，近年来公司资产规模大幅增长，其中流动资产增长较快，资产流动性较好；流动资产中货币资金占比大，现金类资产较充足，整体资产质量良好。

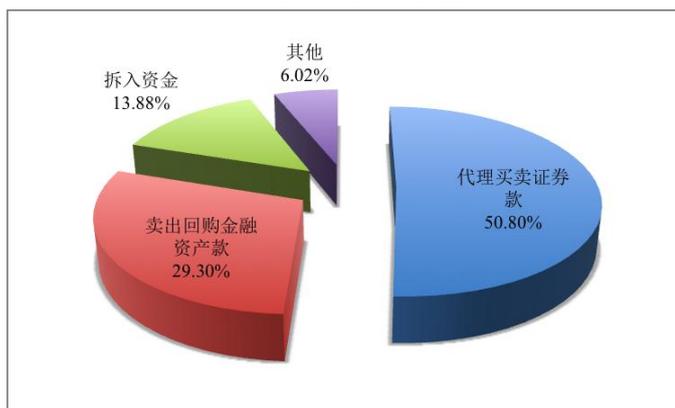
3. 资本结构

负债

由于公司成功控股中山证券并纳入合并范围，2011~2013 年底，公司负债规模年均复合增长 285.41%。截至 2013 年底，公司负债合计 66.61 亿元，其中流动负债占 74.62%，非流动负债占 25.38%。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 49.71 亿元，以代理买卖证券款（占 50.80%）、卖出回购金融资产款（占 29.30%）和拆入资金（占 13.88%）为主。

图 5 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司 2013 年报

截至 2013 年底，公司代理买卖证券款合计 25.25 亿元，其中经纪业务占 98.93%，信用业务占 1.07%；公司卖出回购金融资产款 14.57 亿元，全部为债券；公司拆入资金 6.9 亿元，其中银行拆入占 86.96%，转融通业务拆入占 13.04%。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 16.90 亿元，主要由长期借款（占 99.08%）构成。截至 2013 年底，公司长期借款合计 16.75 亿元，以质押、担保借款的形式为主，其中东莞证券全部股权及部分中山证券股权已被公司用于质押借款。公司长期借款到期时间分布较为合理，集中偿还压力尚可。

从有息债务看，由于中山证券纳入合并报表，2013 年底公司全部债务同比增长 304.95%。截至 2013 年底，公司全部债务为 17.96 亿元，占负债总额的 26.97%。其中，短期债务同比增长 443.78%，占 6.77%；长期债务同比增长 297.58%，占 93.23%。

从债务指标看，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.76%、33.14%和 31.60%，公司整体负债水平较 2012 年底有显著增长，债务负担有所提升。

总体看，由于中山证券纳入公司合并报表，导致负债规模大幅扩张，但公司新增负债多为代理买卖证券款，刚性债务占比不大，公司整体负债水平仍处合理水平。

所有者权益

由于 2012 年公司完成向母公司非公开发行股票募集资金、以及 2013 年合并中山证券，近三年公司所有者权益大幅增长，年均复合增长率为 101.51%。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 36.25 亿元，归属于母公司所有者权益 22.17 亿元，其中实收资本占 20.21%，资本公积占 52.78%，盈余公积占 4.15%，未分配利润占 22.86%。公司所有者权益较年初大幅增长 61.32%，主要系中山证券并入公司合并报表，导致少数股东权益大幅增加。公司归属母公司所有者权益构成与 2012 年末相比变化不大，仍以资本公积为主。

总体看，由于非公开发行股票募集的资金进账以及收购中山证券实现并表，导致公司所有者权益大幅增长，但少数股东权益占比较大、归属于母公司所有者权益中资本公积和未分配的利润占比较大，所有者权益结构整体稳定性偏低。

4. 盈利能力

2013 年，由于公司收购中山证券控股权，中山证券纳入合并范围，公司形成了双主业的经营模式，营业收入大幅增长。同期，公司实现营业收入、营业利润和净利润分别为 3.43 亿元、0.97

亿元和 0.77 亿元，公司盈利能力尚可。

从利润构成来看，由于 2013 年公司先后收购了东莞农商行 0.7665% 的股权以及中山证券，公司营业利润中投资收益占比大幅提升。2013 年，公司实现投资收益为 1.28 亿元，受东莞证券净利润提升的影响，投资收益整体大幅上升。同时，公司主营的自来水业务经营稳定，收入波动不大，利润水平一般，2013 年公司营业利润主要来自于中山证券。同期，公司营业外收入为 0.04 亿元，收入规模不大，主要为政府补助。

期间费用方面，2013 年公司期间费用较上年增长 318.15%，管理费用和财务费用均有较大不同程度上升。2013 年公司费用收入比为 68.44%，整体成本费用水平控制能力有待提高。2013 年公司期间费用合计 2.35 亿元，近三年年均复合增长 114.35%，其中管理费用复合增长 145.84%，主要系员工薪酬上涨；财务费用复合增长 76.13%，主要是利息支出增大所致。

表 17 2011~2013 年公司期间费用情况（单位：万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年
销售费用（万元）	0.00	0.00	0.00
管理费用（万元）	2,592.22	2,711.24	15,667.34
财务费用（万元）	2,517.12	2,902.94	7,808.17
期间费用合计（万元）	5,109.35	5,614.18	23,475.52
费用收入比（%）	53.45	59.22	68.44

资料来源：公司 2013 年报

2013 年，公司营业利润率为 78.51%，较上年大幅上升；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.41%、2.48% 和 2.61%，较上年增长显著，主要是合并中山证券净利润大幅增长所致。

总体看，由于公司收购中山证券控股权，形成了双主业的经营模式，营业收入大幅增长。同期，受东莞证券经营收益大幅提高的影响，公司投资收益大幅增加，营业利润率显著提高，公司的整体盈利能力快速提升。未来随着公司对证券主业的整合与创新，以及证券行业的逐步复苏，公司的盈利能力有望进一步增强。

5. 现金流

从经营活动看，由于公司合并中山证券，2013 年公司经营状况显著提高，经营活动现金流入大幅上升，较上年增长 1,744.13%；同时公司用于经营活动的支出也不断增加，但增加幅度小于经营活动流入的增长，致使 2013 年公司经营活动产生的现金流净额较上年增长 763.35%。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流出规模大幅增加，公司投资活动现金流入不能满足投资支出，导致投资活动现金流表现为净流出。2013 年公司投资活动现金流净额为-1.51 亿元，主要是公司支出收购中山证券股权转让款所致。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流净额分别为 0.22 亿元、13.05 亿元和 12.26 亿元，整体呈快速增长趋势，主要系 2012 年公司完成定向增发收到大量货币资金、以及 2013 年公司新增长期借款大幅增长所致。

总体看，随着中山证券并入公司合并范围，对公司现金流状况产生较大影响。2013 年，公司经营活动产生的现金流入规模大幅增长，经营现金流净额呈上升趋势；同时投资活动现金流出量显著提高，但公司经营活动产生的现金流尚可覆盖投资所需资金；由于 2012 年公司通过非公开发行股票募集资金、以及 2013 年公司长期借款大幅增长，近三年公司筹资活动现金流净额大幅改善。未来随着公司所投资的金融资产投资收益提高，公司的现金流状况将不断提高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 1.02 倍和 1.02 倍，处于一般水平，但考虑到公司交易性金融资产受限较多，公司资产短期变现能力偏低。2013 年底，公司现金短期债务比为 24.63 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度良好；公司经营现金流流动负债比率为 5.68%，公司经营现金流净额对短期负债的偿付能力不足；公司经营现金利息偿还能力为 4.59 倍，公司经营现金流净额对利息的偿付能力较强。总体看，公司资产变现能力偏低，经营现金流对债务保障能力有待提高，但公司现金类资产充足，对短期债务覆盖程度良好，经营现金流净额对利息的偿付能力较强，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 1.94 亿元；EBITDA 利息倍数为 3.16 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。总体看，公司偿债能力一般，但随着公司收购中山证券和东莞农商行的股权完成，并持续加大对证券主业的投入，未来公司整体营业利润水平有望进一步提升；同时考虑到公司投资参股的经融类企业经营正常，股权增值能力较强，变现能力较好，对公司偿债起到较强支撑能力，公司未来整体偿债能力将有所提高。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2013 年底，公司获得的银行授信额度为人民币 12.12 亿元，已使用的授信额度为人民币 12.12 亿元，公司间接融资渠道已使用完毕。

截至 2013 年底，公司无对外担保。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2013 年底，公司负债总额为 66.61 亿元。本期拟发行公司债规模不超过 3 亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发债额度适中，对公司负债结构将有一定的影响。

以 2013 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 3 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.02%、37.16% 和 37.04%，债务负担有所加重，但考虑到公司本期债券将部分用于偿还公司贷款，上述实际的债务指标数据或将有所降低。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2013 年财务数据为基础，公司 2013 年 EBITDA 为 1.94 亿元，为本期公司债券发行额度（3 亿元）的 0.65 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。2013 年公司经营活动现金流入量为 28.76 亿元，为本期公司债券发行额度（3 亿元）的 9.59 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度强。同时，考虑到中山证券资产规模大、盈利能力尚可，未来随着证券行业周期景气度明显提升，届时公司的整体营业利润对本期债务的覆盖程度将进一步提高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司控股子公司中山证券和参股公司东莞证券，是全国性综合类证券公司，近年来经营业绩始终保持盈利，是公司主要的利润来源。公司于 2012 年完成定向增发，资本规模大幅提升，为公

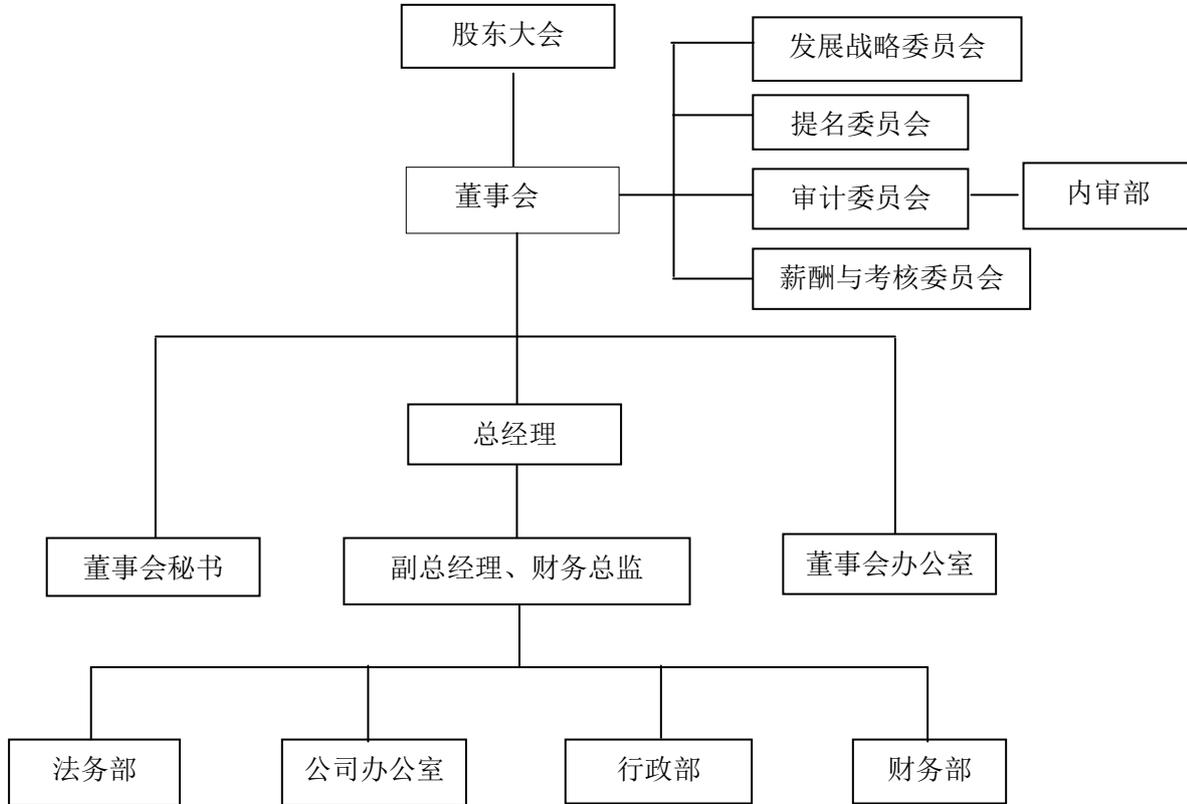
司各项业务的开展提供有力的资本支持。

同时联合评级还关注到，公司未来将以证券公司的投资与管理业务为主，经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策变化等因素可能对公司业务发展和收益水平带来系统性风险；公司尚处于经营模式转型时期，还不能从根本上改变证券公司以传统业务为主、靠天吃饭的盈利模式；此外，公司已完成对中山证券的收购，财务杠杆水平有较大的提高。

未来随着中国资本市场的持续发展和证券公司创新业务的稳步推进，公司经营规模有望进一步扩大，整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

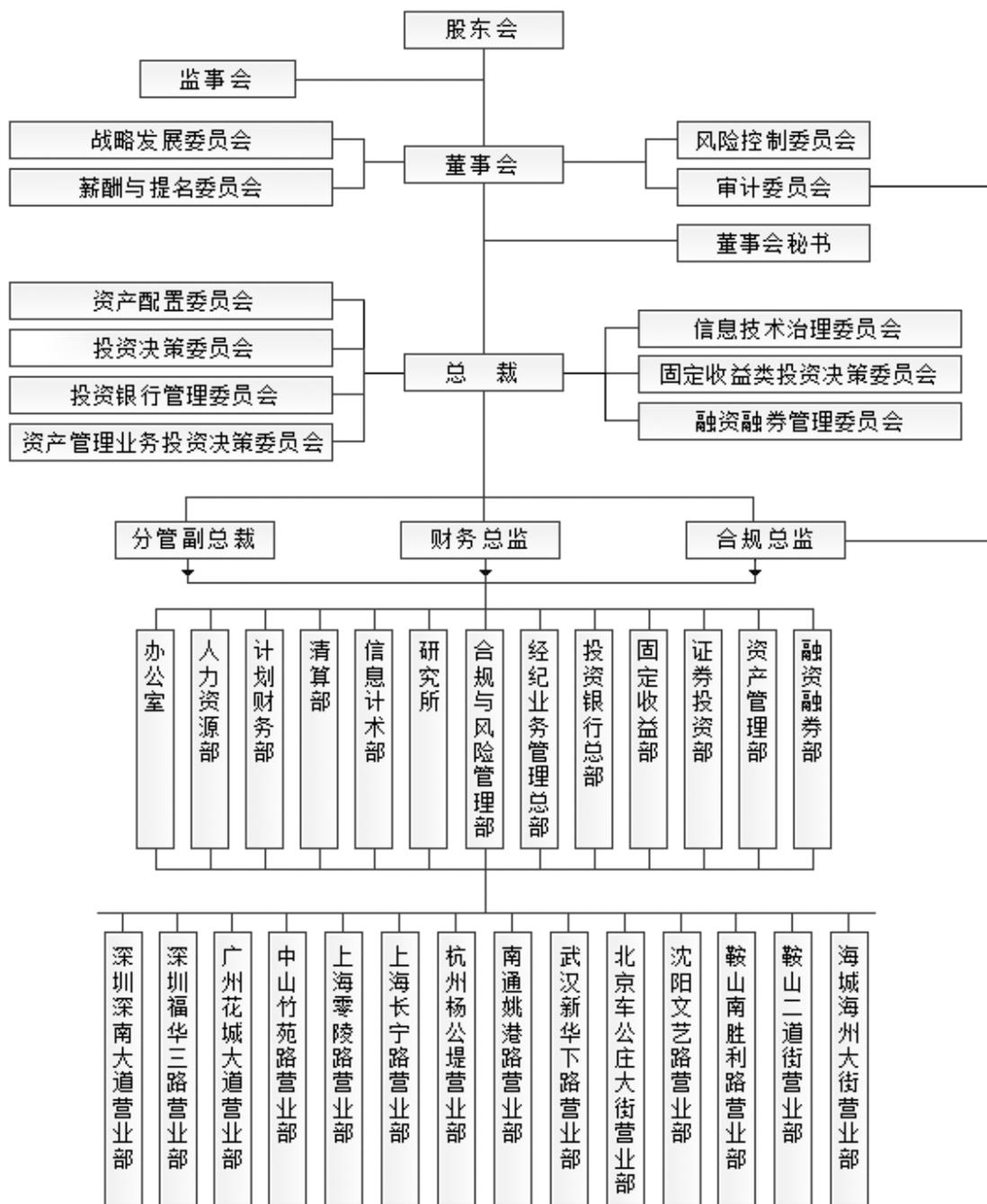
基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 广东锦龙发展股份有限公司组织结构图



附件 1-2 中山证券有限责任公司组织结构图

中山证券有限责任公司组织结构图



附件 2-1 广东锦龙发展股份有限公司
2011 年~2013 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	7,173.69	140,052.47	196,409.89	423.25
结算备付金			79,280.74	--
融出资金			51,282.71	--
交易性金融资产	889.85	922.61	103,160.42	976.71
应收票据				
应收账款	1,025.12	959.40	1,361.37	15.24
预付款项		2.93	8,709.72	--
应收利息			5,408.97	--
存出保证金			39,690.42	--
应收股利	19.38			-100.00
其他应收款	110.58	89.71	10,457.99	872.50
买入返售金融资产			10,900.06	--
存货	118.50	98.17	108.31	-4.40
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产			994.61	--
流动资产合计	9,337.11	142,125.28	507,765.21	637.44
非流动资产：				
可供出售金融资产			156,233.43	--
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	106,241.49	111,879.26	131,338.70	11.19
投资性房地产			104,589.13	--
固定资产	16,625.59	15,485.37	25,213.29	23.15
在建工程	107.11	177.11	5,548.34	619.74
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	883.01	858.80	49,618.30	649.61
开发支出				
商誉	439.14	439.14	40,819.76	864.12
长期待摊费用	287.98	239.86	2,763.51	209.78
递延所得税资产	190.59	86.97	4,692.82	396.21
其他非流动资产				
非流动资产合计	124,774.90	129,166.51	520,817.29	104.31
资产总计	134,112.01	271,291.79	1,028,582.50	176.94

附件2-2 广东锦龙发展股份有限公司
2011年~2013年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款				
拆入资金			69,000.00	--
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	87.47	43.47	3,040.62	489.58
预收款项	79.41	126.57	361.50	113.36
卖出回购金融资产款			145,654.12	--
应付职工薪酬	342.41	349.28	924.69	64.33
应交税费	202.91	217.70	3,739.31	329.28
应付利息	83.62	34.63	721.45	193.73
应付股利				
其他应付款	1,167.49	877.94	8,962.81	177.07
代理买卖证券款			252,499.60	--
一年内到期的非流动负债	20,436.36	2,236.36	12,160.90	-22.86
其他流动负债				
流动负债合计	22,399.68	3,885.95	497,065.01	371.07
非流动负债：				
长期借款	21,840.91	42,122.99	167,471.15	176.91
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债			922.44	--
递延所得税负债				
其他非流动负债	601.05	582.82	634.58	2.75
非流动负债合计	22,441.96	42,705.81	169,028.17	174.44
负债合计	44,841.65	46,591.76	666,093.18	285.41
所有者权益：				
股本	30,462.30	44,800.00	44,800.00	21.27
资本公积	-374.96	118,201.60	116,989.95	--
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	8,882.43	9,031.52	9,203.03	1.79
未分配利润	47,826.78	50,037.03	50,673.16	2.93
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	86,796.55	222,070.14	221,666.14	59.81
少数股东权益	2,473.81	2,629.89	140,823.19	654.49
所有者权益合计	89,270.37	224,700.04	362,489.32	101.51
负债和所有者权益总计	134,112.01	271,291.79	1,028,582.50	176.94

附件 3 广东锦龙发展股份有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	9,559.58	9,479.45	34,302.96	89.43
减: 营业成本	5,360.20	4,977.11	5,985.59	5.67
利息支出			2,509.43	--
手续费及佣金支出			2,317.38	--
营业税金及附加	111.88	112.06	1,386.47	252.04
销售费用				
管理费用	2,592.22	2,711.24	15,667.34	145.84
财务费用	2,517.12	2,902.94	7,808.17	76.13
资产减值损失	2.81	9.24	650.02	1,419.81
加: 公允价值变动收益	-167.51	32.76	-991.63	143.31
投资收益	4,255.38	4,756.03	12,811.54	73.51
其中: 对联营企业和 合营企业的投资收益	4,242.78	4,732.03	10,616.80	58.19
汇兑收益			-76.96	--
二、营业利润	3,063.22	3,555.63	9,721.50	78.15
加: 营业外收入	58.01	106.36	371.24	152.97
减: 营业外支出	20.87	4.75	103.68	122.91
其中: 非流动资产处置损失	9.95	2.49	57.89	141.17
三、利润总额	3,100.37	3,657.24	9,989.06	79.50
减: 所得税费用	536.29	836.00	2,318.33	107.92
四、净利润	2,564.07	2,821.24	7,670.72	72.96
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2,183.25	2,359.34	5,287.64	55.62
少数股东损益	380.82	461.90	2,383.08	150.16
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.07	0.07	0.12	29.84
(二) 稀释每股收益	0.07	0.07	0.12	29.84
六、其他综合收益	-970.87	995.83	-1,980.89	42.84
七、综合收益总额	1,593.20	3,817.07	5,689.83	88.98
归属于母公司所有者的综合收益总额	1,212.38	3,355.17	4,075.99	83.36
归属于少数股东的综合收益总额	380.82	461.90	1,613.84	105.86

附件 4 广东锦龙发展股份有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	10,138.57	9,939.96	11,761.24	7.71
处置交易性金融资产净增加额			101,503.81	--
收取利息、手续费及佣金的现金			18,813.84	--
拆入资金净增加额			10,000.00	--
回购业务资金净增加额			50,537.40	--
收到其他与经营活动有关的现金	1,624.04	5,655.60	94,986.43	664.77
经营活动现金流入小计	11,762.60	15,595.57	287,602.72	394.48
购买商品、接受劳务支付的现金	2,350.70	2,199.83	2,227.54	-2.65
融出资金净增加额			4,560.48	--
代理买卖证券支付的现金净额			72,766.12	--
支付利息、手续费及佣金的现金			2,317.38	--
支付给职工以及为职工支付的现金	1,680.85	1,930.55	8,540.70	125.41
支付的各项税费	1,284.37	1,465.24	3,958.84	75.57
支付其他与经营活动有关的现金	2,597.71	6,727.60	164,986.29	696.95
经营活动现金流出小计	7,913.62	12,323.22	259,357.35	472.48
经营活动产生的现金流量净额	3,848.98	3,272.35	28,245.37	170.89
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金			598.80	--
取得投资收益收到的现金	67.61	133.46	16,703.09	1,471.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.18	13.59	-114.46	--
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	76.79	147.05	17,225.79	1,397.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	879.53	1,046.89	5,533.57	150.83
投资支付的现金	600.00		16,302.83	421.26
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			9,411.11	--
支付其他与投资活动有关的现金			1,127.75	--
投资活动现金流出小计	1,479.53	1,046.89	32,375.25	367.78
投资活动产生的现金流量净额	-1,402.74	-899.84	-15,149.47	228.63
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		132,533.94		--
取得借款收到的现金	8,000.00	22,518.44	141,550.00	320.64
筹资活动现金流入小计	8,000.00	155,052.39	141,550.00	320.64
偿还债务支付的现金	3,036.36	20,436.36	6,277.31	43.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,719.49	3,576.13	10,523.66	96.72
支付其他与筹资活动有关的现金		533.63	2,129.82	--
筹资活动现金流出小计	5,755.85	24,546.12	18,930.78	81.35

筹资活动产生的现金流量净额	2,244.15	130,506.27	122,619.22	639.19
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			-76.96	--
五、现金及现金等价物净增加额	4,690.39	132,878.78	135,638.17	437.76
加：期初现金及现金等价物余额	2,483.30	7,173.69	140,052.47	650.98
六、期末现金及现金等价物余额	7,173.69	140,052.47	275,690.64	519.93

附件 5 广东锦龙发展股份有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	2,564.07	2,821.24	7,670.72	72.96
加: 资产减值准备	2.81	9.24	650.02	1,419.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,319.83	1,949.38	2,460.86	2.99
无形资产摊销	24.08	24.51	356.63	284.85
长期待摊费用摊销	51.35	72.95	485.69	207.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.36	-2.60	49.84	160.16
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	167.51	-32.76	991.63	143.31
财务费用	2,528.15	3,221.32	8,281.95	80.99
投资损失	-4,255.38	-4,756.03	-12,811.54	73.51
递延所得税资产减少	-65.17	103.62	-4,605.85	740.66
递延所得税负债增加				
存货的减少	25.90	20.33	-10.14	--
经营性应收项目的减少	284.22	169.62	-219,542.13	--
经营性应付项目的增加	194.25	-328.48	244,267.69	3,446.13
其他				
经营活动产生的现金流量净额	3,848.98	3,272.35	28,245.37	170.89
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	7,173.69	140,052.47	275,690.64	519.93
减: 现金的期初余额	2,483.30	7,173.69	140,052.47	650.98
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	4,690.39	132,878.78	135,638.17	437.76

附件 6 广东锦龙发展股份有限公司
主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	9.23	9.51	29.31
存货周转次数(次)	40.80	45.94	57.98
总资产周转次数(次)	0.08	0.05	0.05
现金收入比率(%)	106.06	104.86	34.29
盈利能力			
总资本收益率(%)	3.97	3.02	3.41
总资产报酬率(%)	4.44	3.39	2.48
净资产收益率(%)	2.89	1.80	2.61
主营业务毛利率(%)	39.56	44.49	45.94
营业利润率(%)	42.76	46.31	78.51
费用收入比(%)	53.45	59.22	68.44
财务构成			
资产负债率(%)	33.44	17.17	64.76
全部债务资本化比率(%)	32.14	16.49	33.14
长期债务资本化比率(%)	19.66	15.79	31.60
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	3.17	2.77	3.16
EBITDA 全部债务比(倍)	0.19	0.20	0.11
经营现金债务保护倍数(倍)	0.09	0.07	0.16
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	0.05	0.07
流动比率(倍)	0.42	36.57	1.02
速动比率(倍)	0.41	36.55	1.02
现金短期债务比(倍)	0.39	63.04	24.63
经营现金流动负债比率(%)	17.18	84.21	5.68
经营现金利息偿还能力(倍)	1.52	1.02	4.59
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.97	0.74	2.13
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.30	0.65

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 广东锦龙发展股份有限公司 2014 年公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年广东锦龙发展股份有限公司公告年报后 2 个月内对广东锦龙发展股份有限公司 2014 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东锦龙发展股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东锦龙发展股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广东锦龙发展股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广东锦龙发展股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如广东锦龙发展股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东锦龙发展股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（<http://www.lianhecreditrating.com.cn>）予以公布并同时报送广东锦龙发展股份有限公司，并由其报送监管部门、交易机构等。

