



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪051号

国海证券股份有限公司：

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“国海证券股份有限公司2015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，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年四月二十四日

国海证券股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告 (2017)

发行主体	国海证券股份有限公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/5/8~2020/5/8		
偿还方式	采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不计利息。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。		
上次评级时间	2016/4/28		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

国海证券	2014	2015	2016
资产总额(亿元)	264.20	525.20	679.61
所有者权益(亿元)	71.62	138.19	143.34
净资本(亿元)	47.54	145.55	133.57
营业收入(亿元)	25.45	49.59	38.38
净利润(亿元)	7.15	18.41	10.66
EBITDA(亿元)	12.40	34.92	23.98
资产负债率(%)	53.76	62.17	74.15
摊薄的净资产收益率(%)	10.22	13.52	7.38
净资本/净资产(%)	72.37	113.73	99.04
EBITDA 利息倍数(X)	6.48	3.53	2.59
总债务/EBITDA(X)	6.24	5.70	16.09
净资本/各项风险资本准备之和(%)	550.69	446.52	249.06
核心净资本/表内外资产总额(%)	-	31.83	21.21
优质流动资产/未来 30 日内现金净流出(%)	-	270.57	226.32
可用稳定资金/所需稳定资金(%)	-	202.28	144.65
净资本/负债(%)	57.97	69.47	33.58
净资产/负债(%)	80.10	61.08	33.91
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	2.60	20.89	1.94
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	-	84.97	238.40

注: 1、风险监管指标(净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营非权益类证券及证券衍生品/净资本)和摊薄的净资产收益率为母公司口径;

2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款。

3、2016 年 6 月 16 日, 中国证监会发布《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》(证监会令[第 125 号])、《证券公司风险控制指标计算标准规定》(证监会公告[2016]10 号), 修订证券公司风险控制指标的计算标准。本表所列 2015 年 12 月 31 日相关风险控制指标按照新的计算标准相应调整。

基本观点

2016 年, 国内证券市场行情在经历年初的急剧下跌后整体呈缓慢回升态势, 同期受资本市场波动、监管趋严影响, 证券行业整体业绩出现较大幅度下滑。中诚信证评肯定了国海证券股份有限公司(以下简称“国海证券”或“公司”)较显著的区域竞争优势以及较强的国债及金融债承销能力等正面因素对其信用水平的支持。同时, 我们也关注到行业竞争日趋激烈、行业监管全面趋严、公司经营业绩同比下滑以及市场信心不足对券商经营业绩产生较大影响等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评维持国海证券主体信用等级为 AA⁺, 评级展望为**稳定**; 维持“国海证券股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA⁺。

正面

- 区域竞争优势较强。截至 2016 年末, 广西壮族自治区政府通过下属国有企业间接持有公司 37.89% 的股份, 公司业务拓展能够得到当地政府的大力支持。目前公司营业网点覆盖面已扩张至 18 个省级区域, 证券营业部 111 家, 较上年增加了 26 家, 其中广西区内营业部 70 家, 在广西区内市场占有率近 50%, 已在当地形成较显著的区域竞争优势。
- 行业领先的国债和金融债承销业务。公司国债、金融债承销排名位于券商前列。截至 2016 年末, 公司记账式国债承销金额排名前 10 位, 国开行、农发行金融债承销金额排名前 6 位, 进出口行金融债承销金额排名前 4 位。

关注

- 市场竞争日趋激烈。随着国内证券行业加速对外开放、放宽混业经营的限制以及越来越多的券商通过上市、收购兼并的方式增强自身实力, 公司面临来自境内外券商、商业银

分析师

张 和 hzhang@ccxr.com.cn

夏 敏 mxia@ccxr.com.cn

Tel: (021) 80103569

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年4月24日

行等金融机构的激烈竞争。

- 行业监管全面趋严。2016年以来，监管部门全面加强了对证券市场的监督力度，并大幅提高处罚力度，证券公司合规经营压力增大。
- 经营业绩同比下滑。2016年沪深两市呈现弱势震荡格局，成交量大幅萎缩，公司全年实现营业收入38.38亿元，同比下滑22.61%；实现净利润10.66亿元，同比下滑42.10%。
- 宏观经济下行压力较大，市场信心不足。目前我国宏观经济增速放缓，同时受人民币贬值、美联储加息等国内外市场及政策因素影响，证券市场增长面临一定压力，市场的剧烈波动对证券公司各项业务的开展产生较大影响。

信用评级报告声明

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

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

重大事项

2016年12月14日，部分媒体刊发转载了《债市下跌引发华龙证券5亿违约国海证券一负责人失联》等报道，内容涉及公司已离职员工张杨等人私刻公司印章、冒用公司名义进行债券交易。公司立即对有关交易的流程审批、印章管理、债券资金等情况开展核查。核查结果显示，相关协议从未经公司审批，也无用印登记记录，协议所涉债券交易及资金均未经过公司账户体系，完全在公司体外运行。12月15日，公司向公安机关报案，并将个别事涉机构提供的盖有伪造公司印章的协议原件提交司法鉴定。12月17日，司法鉴定机构鉴定协议所盖公司印章系伪造，当日公安机关对案件立案，事件正式进入刑事司法程序。

12月20日，为维护债券市场稳定，中国证券业协会组织召开了公司与事涉机构的协调会。会议达成共识：公司认可与参会各方的债券交易协议，愿意与参会各方共同承担责任。有关债券由参会各方继续持有，其中信用债风险收益由公司全部承担；利率债可以持有至到期，利率债投资收益与相关资金成本之差由公司参与参会各方共担，具体细节由公司与参会各方协商。目前，公司已与全部事涉机构完成协商，其中，与24家机构签订了相关协议，1家机构自行承担。

处置方案如下：一是信用债全部由公司承担，共计面值35.90亿元。二是部分利率债按比例各自买断，公司买断面值为87.30亿元。三是部分利率债由事涉机构继续持有，其投资收益与相关资金成本之差由公司参与事涉机构共担，此部分共计面值44.60亿元。四是个别事涉机构已于2016年12月20日前对相关债券进行处置，形成实际损失的按比例分担，公司分担损失共计约0.56亿元。

公司共承担债券面值167.80亿元。其中，利率债共计131.90亿元，全部为安全性和流动性高的国债、国开债，剩余期限五年以下的占5.76%，五年以上的占94.24%，加权平均票面利率为3.26%；信用债11只，共计35.90亿元，其中债项评级AA及以上的9只、AA-的1只，A-1的短期融资券1只，分别占信用债总面值的94.99%、3.34%和1.67%，

剩余期限（按行权日）五年以下的占96.66%，五年以上的占3.34%，加权平均票面利率为7.51%。

总体来看，因个别事涉机构于2016年12月20日前处置债券形成实际损失，公司分担的损失约0.56亿元计入2016年当期损益，使得公司2016年度利润总额减少约0.56亿元。根据企业会计准则，由公司承担的债券面值167.80亿元全部按成本计入“持有至到期投资”核算。持有期间，债券价格变动均不影响当期利润，其中，131.90亿元的利率债不存在到期无法偿还的违约风险；35.90亿元的信用债，绝大部分信用评级为AA及以上，违约风险预计有限。持有期间，上述债券产生的票面利息收入预计可覆盖融资成本，预计对公司经营业绩的影响有限。

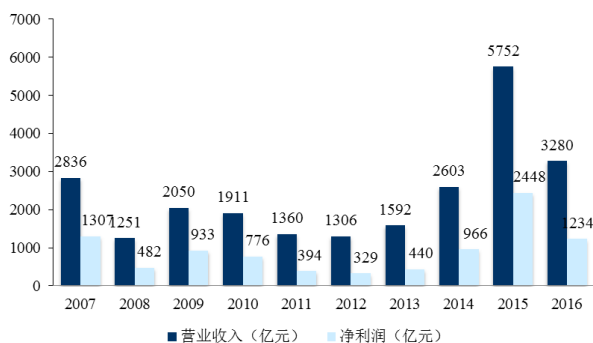
基本情况

2016年受资本市场震荡、监管趋严影响，证券公司经纪业务量价齐跌，自营业务规模及收益率显著回落，两融业务规模亦有所收缩；同期投行及资管业务延续良好发展态势，但对证券公司收入增长贡献仍较为有限，证券行业全年业绩呈较大幅度下滑。

根据证券业协会数据，截至2016年12月31日，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5.79万亿元、4.35万亿元、1.64万亿元和1.47万亿元。其中总资产、扣除客户交易结算资金后的总资产较上年末分别下降9.81%和0.23%；净资产、净资本较上年末分别增长13.10%和17.60%，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3.00倍下降至2.65倍。2016年证券行业营业收入为3,279.94亿元，同比减少42.97%，净利润为1,234.45亿元，同比减少49.57%。从上市券商归属于母公司股东的净利润增速预计来看，下滑幅度普遍在40%~60%之间。分业务板块来看，2016年证券行业分别实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1,052.95亿元、证券承销与保荐业务净收入519.99亿元、财务顾问业务净收入164.16亿元、投资咨询业务净收入50.54亿元、资产管理业务净收入296.46亿元、证券投资收益（含公允价值变动）

568.47 亿元和利息净收入 381.79 亿元。其中代理买卖证券业务净收入、证券投资收益和利息净收入同比分别减少 60.87%、59.78%和 35.43%；证券承销与保荐业务、财务顾问业务和资产管理业务净收入同比分别增长 32.14%、19.02%和 7.85%。受市场波动及行业政策影响，证券公司以经纪、自营收入为主的传统业务结构调整加速。

图 1：2007~2016 年证券公司营业收入和利润情况

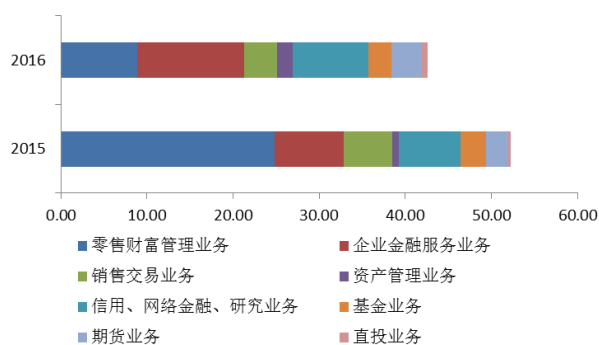


资料来源：证券业协会，中诚信证评整理

公司业务涵盖零售财富管理、企业金融服务、销售交易、资产管理、信用、网络金融、研究业务等多个板块，并通过子公司开展基金、期货、直投和区域性股权市场等业务，形成了多元化的业务体系。2016 年，面对复杂多变的外部环境和严峻的市场形势，公司把握发展节奏，全年主要业绩指标均创历史次高，实现营业收入 38.38 亿元，利润总额 14.26 亿元。

图 2：2015 和 2016 年公司营业收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从收入地区分布来看，2016 年，广西壮族自治区仍为公司最主要的收入来源区域，区内营业收入占公司营业收入的比重为 17.19%，较上年下降 22.73 个百分点，其次为上海、广东、北京和四川。

从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，

2014~2016 年，公司的分类评级结果分别为 A 类 A 级、A 类 A 级和 B 类 BBB 级。根据中国证券业协会于 2016 年 6 月 3 日公布的 2015 年度证券公司经营业绩排名，公司净资本、净资产、总资产、营业收入和净利润排名分列第 20 位、第 28 位、第 31 位、第 34 位和第 37 位。

表 1：2013~2015 年公司经营业绩排名

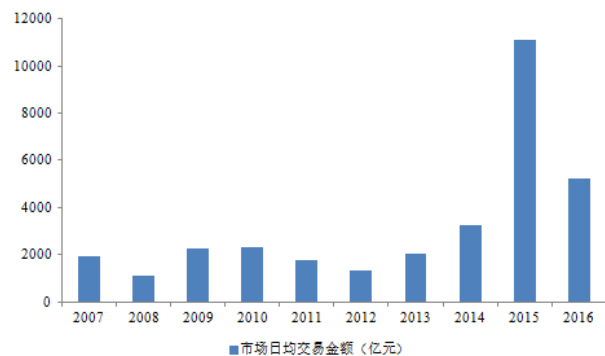
	2013	2014	2015
净资本	25	39	20
净资产	33	37	28
总资产	42	40	31
营业收入	32	33	34
净利润	39	36	37

资料来源：中国证券业协会网站，中诚信证评整理

2016 年证券市场行情在经历年初的急剧下跌后较为低迷，股市交易量大幅收缩；同期证券经纪业务行业竞争加剧，佣金率持续下行。此外，融资融券业务规模受大盘影响有所回落。公司以经纪、代理销售金融产品业务为主的零售财富管理业务板块业绩同比下滑。

2016 年，证券市场行情在经历年初的急剧下跌后企稳回升，但整体较为低迷，市场交易规模显著收缩，根据沪深两市交易所统计，沪深两市股票基金全年成交量 138.91 万亿元，同比减少 48.72%；A 股市场日均成交金额为 5,215 亿元，同比减少 52.93%。同期受互联网冲击和“一人多户”政策（2016 年 10 月调整为“一人三户”）的放开，证券经纪业务市场竞争充分，行业佣金费率持续下滑。受量价齐跌影响，2016 年证券行业代理买卖证券业务净收入同比大幅下降 60.87%。

图 3：2007~2016 年证券市场日均交易金额



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

就公司自身来看，国内资本市场在 2015 年遭遇异常波动后，2016 年沪深两市呈现弱势震荡格局，

成交量大幅萎缩。面对复杂多变的外部环境和严峻的市场形势，公司主动深化改革，把握发展节奏，全年主要业绩指标均创历史次高，2016年公司实现营业收入38.38亿元，净利润10.66亿元。在行业整体业绩大幅下滑的环境下，公司主要业绩指标优于行业平均水平，营业收入同比降幅低于行业约20个百分点，净利润同比降幅低于行业约6个百分点。

2016年，面对二级市场交投活跃度下降，市场竞争加剧的压力，公司零售财富管理业务围绕“建立智能化O2O财富管理生态体系”的战略定位和年度经营目标，积极向财富管理和综合金融服务转型。2016年零售财富管理业务中非通道业务收入占比达到28%，同比提升15个百分点；同期公司零售财富管理业务实现营业收入8.90亿元。

证券经纪业务方面，随着2011年成功借壳上市，公司品牌知名度不断上升，营业网点的全国化布局工作继续推进。截至2016年末，公司共拥有111家证券营业部，营业网点覆盖18个省级区域，其中广西区内营业部70家，区外营业部41家。公司在广西地区具备区域优势，证券经纪业务在广西的市场占有率近50%，保持在第一位，而在北京、上海、广州、深圳、成都、济南、福州、昆明等重要城市也均有布点，形成了立足广西区内、覆盖全国主要城市的证券经纪业务网络。

2016年，公司证券经纪业务完成股票交易量14,044.74亿元，其中A股交易量14,036.40亿元，市场份额为0.55%，B股交易量8.34亿元，市场份额为0.28%；基金交易量7,661.96亿元，市场份额3.44%；债券交易量230.59亿元，市场份额0.24%；债券回购交易量5,247.93亿元，市场份额0.11%。

表2：2015~2016年公司经纪业务开展情况

	2015		2016		
	成交金额	市场份额	成交金额	市场份额	
股票	A股	30,714.79	0.60	14,036.40	0.55
	B股	21.51	0.29	8.34	0.28
基金	380.88	0.12	7,661.96	3.44	
权证	-	-	-	-	
债券	100.72	0.15	230.59	0.24	
债券回购	4,516.47	0.18	5,247.93	0.11	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司从2010年开始了证券经纪业务的转型，将

证券经纪业务由原来为客户提供传统通道服务转变成为客户提供全面投融资理财服务的金融平台。2016年，公司证券经纪业务积极应对冲击，在客户分层服务、客户净推荐值体系和客户积分体系搭建、产品引入配送机制建立、富裕地区网点建设等关键领域取得良好进展。

代理销售金融产品业务方面，2016年，公司代理销售金融产品业务将丰富产品线及搭建金融产品超市化雏形作为核心工作，并根据产品类别结合市场及发行渠道特性，将产品认购起点进行分层，以满足不同资金的客户需求；同时持续稳步开展公募基金、信托产品、券商集合资管计划、现金理财产品的销售，协作开发投行项目及资管项目，积极推进OTC、托管业务等创新业务。2016年新增代销产品58只，同时在线产品数量达120只。

2016年，公司代销金融产品合计645.92亿元，其中代销证券投资基金产品、证券公司资产管理计划以及其他金融产品分别为25.15亿元、591.16亿元和29.61亿元；实现代销收入0.29亿元，较上年同比下降25.64%。

总体来看，2016年公司零售财富管理业务受市场行情波动及竞争加剧影响，收入规模大幅下滑，收入占比亦有所下降。同时公司持续推进经纪业务向财富管理等综合金融服务转型，零售财富管理业务保持较强的行业竞争实力。

2016年证券市场发行和融资规模继续保持高速增长，证券公司投行业务获得较大发展。公司企业金融服务业务发展态势良好，债券承销规模快速增长；新三板业务亦取得较好业绩。

2016年，受益于交易所公司债发行门槛的降低以及IPO发行频率的提高，我国股权及债券融资规模延续去年的增长态势，其中债务融资规模增长尤为明显。根据聚源数据统计，2016年A股市场一共发行了1,232个股权融资项目，同比下降54.20%；股权融资总额（以募集资金净额统计）为19,048.08亿元，同比增长17.08%；其中，IPO发行248家，同比增长10.17%，IPO融资总额1,633.56亿元，同比增长3.50%；股权再融资总额17,414.52亿元，同

比增长 18.62%。同期，债券市场发行的各类票据及债券总额约 36.15 万亿元，同比增长 54.81%。

公司企业金融服务业务主要包括股权债券融资业务以及新三板业务。2016 年，公司围绕“十三五”战略规划，制定并实施了投行改革，把握公司债市场大发展的有利形势，拓展债券产品种类和组合，全年完成 130 家债券主承销项目，承销金额首次突破千亿，债券承销业务净收入、承销数量及金额大幅增长，完成了深交所首单大公募债券、全国首单非公开发行可续期公司债、全国首单工业类项目收益债、全国规模最大双创债。同时，公司加快引进新的股权业务团队，积极拓展权益类业务，全年完成 IPO 项目 3 家、增发项目 4 家、配股项目 1 家，完成全国首家适用资本市场扶贫政策的主板 IPO 项目。2016 年，公司企业金融服务业务实现营业收入 12.40 亿元，同比增长 53.33%。

具体来看，股权债券融资业务方面，2016 年，公司股权、债券承销收入同比增长 63.15%，累计完成 138 家主承销项目的发行承销工作，股票及债券主承销金额排名行业第 16 位，债券主承销金额排名行业第 15 位，股票及债券主承销家数排名行业第 12 位，债券主承销家数排名行业第 11 位。2016 年，公司完成股权融资项目 8 个，承销总额 83.69 亿元，全年实现股票承销净收入 1.12 亿元。2016 年，公司累计承销债券项目 130 家，承销总额 1,028.63 亿元，全年实现债券承销收入 9.23 亿元，同比增长 163.85%。

表 3：公司 2015~2016 年证券承销业务情况

项目	2015		2016	
	承销金额 (亿元)	承销 家数	承销金额 (亿元)	承销 家数
股票主承销业务	137.88	14	83.69	8
债券主承销业务	321.40	34	1,028.63	130
合计	459.28	48	1,112.33	138

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

新三板业务方面，2016 年，公司新三板业务着力推动开发新三板优质项目资源，加强做市业务的经营与管理风险，取得较好业绩，全年推荐挂牌家数和做市股票家数排名均有较大幅度提升。2016 年，公司完成新三板挂牌 74 家，行业排名 22 位；新增新三板做市股票 103 家，行业排名 9 位。截至 2016 年末，公司担任督导的新三板总挂牌家数 129

家，行业排名 24 位；做市股票总家数 156 家，行业排名 21 位。

总体来看，2016 年国内债券市场行情向好，债券融资需求旺盛，债务融资的快速增加为公司企业金融服务业务营造了良好的外部环境；公司企业金融服务业务准确把握市场机遇，该业务板块收入实现快速增长。

2016 年，国内债券市场收益率呈现 W 型走势，权益类市场呈弱势震荡格局，公司销售交易业务受市场影响整体业绩有所下滑。

2016 年，我国股市、债市行情整体均有所下行，截至 2016 年末上证综指下跌 12.31%，中债总净价（总值）指数下跌 2.40%。公司投资管理板块主要包括证券自营和金融市场业务，2016 年在市场环境较为不利的情况下整体业绩有所下滑。

公司的销售交易业务主要包括固定收益证券承销、自有资金投资及做市、资本中介等业务。固定收益证券承销业务是公司的旗舰业务，为客户提供国债、金融债等固定收益产品销售服务。自有资金投资方面，公司投资于债券、基金等传统证券投资品种，国债期货、利率互换、股指期货等各类金融衍生品以及股票、股票型基金及其他权益类证券，投资研究团队经验丰富，具备较强的大类资产配置能力和投资能力，多年来把握市场走势，投资业绩突出，为公司创造持续稳定的投资收益。此外，公司以银行间债券市场尝试做市业务为切入点，大力发展金融市场业务，为机构投资者提供债券做市和资本中介等服务，构建新的盈利模式。2016 年，公司销售交易业务实现营业收入 3.80 亿元，同比下滑 31.94%。

证券自营业务方面，公司的证券自营投资坚持“稳健创收”的投资原则，以债券投资为主，基金投资和股票投资次之，另有投资少量证券公司集合计划和信托产品。2016 年，公司债券类组合实现收益率 9.70%，与公募基金投资业绩相比名列前茅。

金融市场业务方面，2016 年，公司金融市场业务积极探索业务模式创新，大力拓展债券做市和资本中介业务。国债、金融债承销金额排名稳居行业前列，国开行、农发行、进出口行金融债承销金额

券商排名均保持在前 6 位。银行间债券市场做市业务在全场 80 家银行和券商间的综合排名跃升至第 5 位，大幅提升 20 位。

表4：2014~2016年末公司销售交易业务经营情况

单位：亿元，%

指标	2014	2015	2016
营业收入	3.91	5.59	3.80
营业利润率	85.73	72.40	70.86

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司证券自营业务以自有资金开展权益类证券、固定收益类证券及金融衍生品的交易和做市。贯彻“稳健正收益”的投资原则，准确把握市场走势，为公司创造了较持续的投资收益。

2016 年，资管、基金行业规模呈上升态势，股权投资市场活跃。公司资产管理业务有所增长，但对收入的贡献仍然相对有限；基金管理及其他业务亦实现稳步发展。

近年来证券公司的资管业务正处于快速发展的周期，2016 年证券公司资产管理业务规模合计 17.31 万亿元，同比增长 45.58%。

公司通过证券资产管理分公司开展资产管理业务，致力于打造统一的投融资资管综合服务平台。目前产品已涵盖股票、债券等传统标准化证券业务、资产证券化、MOM、量化产品、新三板、员工持股、投顾型产品、银行委外管理产品、指令型定向资管业务等。

2016 年，公司资产管理业务主动适应证券市场变化，引进业内优秀资产管理团队加盟，进一步增强了产品创新能力，丰富了产品类型与业务种类。与此同时，在资产证券化业务领域不断开拓基础资产类型和范围，ABS 业务规模与数量大幅增长，市场影响力不断增强。截至 2016 年末，公司共管理 26 个集合资产管理计划、115 个定向资产管理项目和 9 个专项资产管理计划，受托资产管理规模 1,337.98 亿元，同比增长 159.65%，资产管理业务全年实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 123.15%。

表5：2016 年公司资产管理业务情况

	2015	2016
管理资产总规模（亿元）	515.29	1,337.98
其中：集合计划规模（亿元）	126.69	139.56
集合计划支数（支）	20	26
定向计划规模（亿元）	366.79	1098.56
定向计划支数（支）	103	115
专项计划规模(亿元)	21.82	99.85
专项计划支数（支）	2	9

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

信用业务方面，公司主要为客户提供融资融券、转融通证券出借、约定购回式证券交易以及股票质押式回购交易等在内的一站式证券信用融资解决方案。具体来看，融资融券业务方面，2016 年证券公司融资融券业务表现一般，受证券市场整体弱势震荡影响，公司全年的融资融券业务呈下滑态势。截至 2016 年末，公司融资融券余额为 67.23 亿元，同比下降 27.00%，全年实现融资融券利息收入 5.48 亿元，同比下降 41.82%。2016 年公司信用业务积极创新，加强营销拓展与内部协作，推动实现信用业务多元化转型，在稳固推进融资融券业务的同时，重点突出股票质押业务，并不断创新业务产品线，上线小额质押融资可取产品，多元化布局取得显著进展。截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务利息收入 3.06 亿元，同比大幅增长 256.58%。2016 年，公司信用业务实现营业收入 8.56 亿元。

研究业务方面，2016 年，公司研究业务充分发挥部分研究领域的领先优势，提升研究服务能力，积极推动研究销售业务转型。对外持续扩大研究覆盖面，突出特色研究和产业链深度研究，特别是 TMT 产业、食品饮料等产业研究；对内强化业务协同，进一步完善公司内部常态化研究服务工作机制。在“卖方分析师水晶球奖”评比中获得公募基金榜单公用事业行业第 3 名，机械行业第 5 名的成绩。

网络金融业务方面，2016 年，公司网络金融业务继续加快传统线下业务线上化的转换，在 PC 端和移动端分别打造一站式综合服务平台。截至 2016 年末，公司整体业务线上化率达 90.54%。2016 年，公司网络金融业务初步建立了网上商城、网上营业厅、社区及 APP 四大服务平台，并在网上商城率先实现了私募产品的销售。

基金管理业务方面，公司通过控股子公司国海

富兰克林基金管理有限公司(以下简称“国海富兰克林”)开展基金管理业务。国海富兰克林基金由公司和美国富兰克林投资集团旗下邓普顿国际股份有限公司共同发起成立,目前注册资本2.20亿元人民币,其中国海证券持股51%,邓普顿国际股份有限公司持股49%。

国海富兰克林产品线较为完善,创新业务发展较为迅速。2008年国海富兰克林发行第一支债券型基金、2009年发行第一支指数型基金、2012年发行第一支QDII基金以及2013年发行第一支货币基金,已基本完成基金大类产品线的布局,与此同时,公司还通过拓展细分产品线来实现基金品种的进一步多元化。截至2016年末,国海富兰克林旗下共管理27只公募基金产品以及13只专户产品,其中公募基金管理规模达201.36亿元。

截至2016年末,国海富兰克林总资产6.98亿元,净资产6.10亿元。2016年,国海富兰克林实现营业收入2.72亿元,营业利润0.96亿元,净利润0.90亿元。受2016年证券市场成交量下滑影响,与上年同期相比,国海富兰克林营业利润下降17.77%,净利润下降5.05%。

期货业务方面,公司下设国海良时期货有限公司(以下简称“国海良时”),经营商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询等业务。国海良时成立于1996年,总部位于浙江省杭州市,前身为浙江良时期货经纪有限公司,目前注册资本5亿元,国海证券持股83.84%。截至2016年末,国海良时拥有期货分支机构26家,市场占有率0.90%;分类监管评级为B类BBB级。

截至2016年末,国海良时总资产34.76亿元,净资产5.96亿元。2016年,国海良时实现营业收入3.53亿元,营业利润0.49亿元,净利润0.41亿元。与上年同期相比,营业利润增长21.77%,净利润增长17.61%,主要系手续费收入增加所致。

股权投资业务方面,公司下设国海创新资本投资管理有限公司(以下简称“国海创投”),经营股权投资、股权投资管理及股权投资顾问。国海创投注册资本10亿元,国海证券持有其100%的股权。2016年,国海创投设立了1只主要投资于中早期项目的产业基金、1只产业并购基金及3只债权投资基金;同

时,国海创投利用自有资金完成了4个项目的投资,并通过下属管理的投资基金完成了12个项目的股权投资。

截至2016年末,国海创投总资产10.50亿元,净资产10.34亿元。2016年,国海创投实现营业收入0.62亿元,营业利润0.24亿元,净利润0.17亿元。与上年同期相比营业利润增长1,679.56%,净利润增长1,054.05%,主要原因是已投资项目退出及私募基金管理规模增加。

区域性股权市场业务方面,公司下设广西北部湾股权交易所股份有限公司(以下简称“北部湾股交所”),注册资本1亿元,国海证券持有其51%的股权。公司通过北部湾股交所为中小微企业提供基于区域性股权市场的股债券托管、交易、投融资服务、咨询顾问、受托资产管理、投资管理等综合金融服务。截至2016年末,北部湾股交所挂牌服务企业1,055家,较上年末增长56.76%;引入会员机构142家,较上年末增长11.81%;投资者开户4,302户,较上年末增长263.96%;备案私募债金额8.89亿元,为所服务的企业实现融资3.44亿元;办理企业股权、债权等各类转让交易金额4.02亿元。

截至2016年末,北部湾股交所总资产1.04亿元,净资产0.89亿元。2016年,北部湾股交所实现营业收入4,158.43万元,营业利润116.66万元,净利润-25.13万元。与上年同期相比,北部湾股交所营业收入增长42.07%,营业利润增加716.31万元,净利润增加533.74万元,主要原因是北部湾股交所2016年挂牌服务类收入同比大幅增长所致。

整体来看,公司业务领域较为广泛,一方面进一步发展传统优势业务,另一方面加大创新业务的发展步伐,综合实力不断增强;同时,受市场环境的影响,公司收入同比下滑,但优于行业平均水平。中诚信证评同时关注到公司创新业务开展的持续增加可能造成公司经营风险的增加。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经大信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2014~2016年审计报告。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

用母公司口径数据。

资产质量

国内资本市场在遭遇 2015 年异常波动后,2016 年沪深两市企稳弱势回升,整体状况仍较低迷,公司资产规模小幅增长。截至 2016 年末,公司资产总额 679.61 亿元,同比增长 29.40%;扣除代理买卖证券款后的资产总额 554.48 亿元,同比增长 51.78%。同时,得益于留存收益的积累,公司自有资本实力得以增强,2016 年末所有者权益(包括少数股东权益)合计 143.34 亿元,同比增长 3.73%。

从公司资产流动性来看,受 2016 年证券市场整体低迷影响,公司自有现金及现金等价物小幅下降,截至 2016 年末,公司自有资金及现金等价物余额 42.97 亿元,同比下降 18.02%。除货币资金外,公司流动资产中融出资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和可供出售金融资产占比较高,截至 2016 年末,上述四项余额分别为 67.08 亿元、82.03 亿元、110.94 亿元和 40.14 亿元。具体来看,融出资金多为短期融资,期限在 3 个月以下的占比 49.86%,期限在 3~6 个月之间的占比 11.26%,期限在 6 个月以上的占比 38.88%,包括个人融出资金和机构融出资金,个人融出资金 64.30 亿元,占融出资金比重 95.86%;以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、买入返售金融资产和可供出售金融资产以债券、股票为主,流动性相对较好。

表 6: 2014~2016 年公司金融资产余额明细

单位: 亿元

科目	分类	2014	2015	2016
交易性金融资产	债务工具投资	32.18	77.45	77.35
	股票投资	0.06	5.20	2.30
	基金投资	0.45	1.43	0.52
	其他	-	1.80	1.86
	小计	32.70	85.88	82.03
买入返售金融资产	债券	14.84	45.78	60.38
	股票	2.55	19.26	50.55
	小计	17.39	65.04	110.94
可供出售金融资产	债务工具投资	3.75	3.89	16.70
	股票	0.28	4.41	2.11
	基金	2.26	3.61	3.76
	基金专户理财	-	11.55	10.27

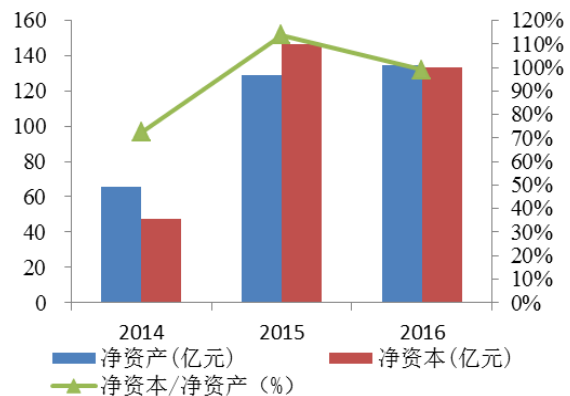
银行理财产品	1.75	5.18	1.49
信托计划	0.20	-	-
股权投资	1.87	2.45	2.98
集合理财产品	0.36	1.22	2.84
其他	1.98	24.88	-
小计	12.44	57.19	40.14
合计	62.53	208.11	233.11

注: 以上数据均经四舍五入处理,故单项求和数与合计数存在尾差
数据来源: 公司提供,中诚信证评整理

从公司所持有金融资产的结构来看,2016 年股票市场波动较大,债券市场向好,公司根据市场情况适时调整权益类、债券以及基金的投资比例,较好的把握了 2016 年的债券市场行情,体现了公司较为准确的研判市场形势的能力。

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)规模持续增长,截至 2016 年末,公司净资产 134.87 亿元,净资本(母公司口径,下同)133.57 亿元,净资本/净资产的比率为 99.04%,高于 40%的监管标准。

图 4: 2014~2016 年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

此外,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》,公司以净资本为核心的主要风险指标优于证监会制定的监管标准,进一步反映出公司较高的资产质量和安全性。目前公司的主要风险控制指标优于行业标准,抗风险能力较强。同时,中诚信证评亦关注到,截至 2016 年末,公司资产负债率为 68.33%,较上年末上升 6.16 个百分点,负债水平上升较快。

表 7：2014~2016 年公司主要风险监控指标

指标名称	标准	2014	2015	2016
净资本(亿元)	2	47.54	146.49	133.57
净资产(亿元)	-	65.68	128.81	134.87
净资本/各项风险资本准备之和(%)	>=100%	550.69	446.52	249.06
核心净资本/表内外资产总额(%)	-	-	31.83	21.21
优质流动资产/未来 30 日内现金净流出(%)	-	-	270.57	226.32
可用稳定资金/所需稳定资金(%)	-	-	202.28	144.65
净资本/净资产(%)	>=40%	72.37	113.73	99.04
净资本/负债(%)	>=8%	57.97	69.47	33.58
净资产/负债(%)	>=20%	80.10	61.08	33.91
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	<=100%	2.60	20.89	1.94
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	-	-	84.97	238.40

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司剔除代理买卖证券款后的资产规模持续增加，资产负债率略有上升；同期净资本规模小幅下降，但相对于各项业务开展及负债规模而言，公司资本充足水平较高，对吸收非预期损失的能力仍较强。目前公司各项风险控制指标均处于合理水平。

盈利能力

2016 年，零售财富管理业务收入、企业金融服务业务收入以及信用、网络金融及研究业务收入是公司收入的主要来源，整体盈利水平与证券市场的走势具有较大的相关性。2016 年受益于国内债券发行需求旺盛，公司企业金融服务业务规模快速增长；同时，受证券市场整体低迷影响，成交量大幅萎缩，公司零售财富管理业务规模同比下滑，整体收入水平略有下降，全年实现营业收入 38.38 亿元，同比下滑 22.62%；实现营业利润 13.99 亿元，同比下滑 42.58%；取得净利润 10.66 亿元，同比下滑 42.11%。

表 8：2014~2016 年公司营业收入情况

	单位：亿元		
	2014	2015	2016
手续费及佣金净收入	16.66	35.36	26.30
其中：经纪业务手续费净收入	11.41	23.15	8.60
投资银行业务手续费净收入	2.92	8.44	12.96
资产管理业务净收入	0.39	0.71	1.83
利息净收入	3.48	6.44	4.46
投资收益	4.79	5.63	8.87
公允价值变动收益	0.46	1.62	-2.62
其他业务收入	0.06	0.53	1.36
营业收入合计	25.45	49.59	38.38

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

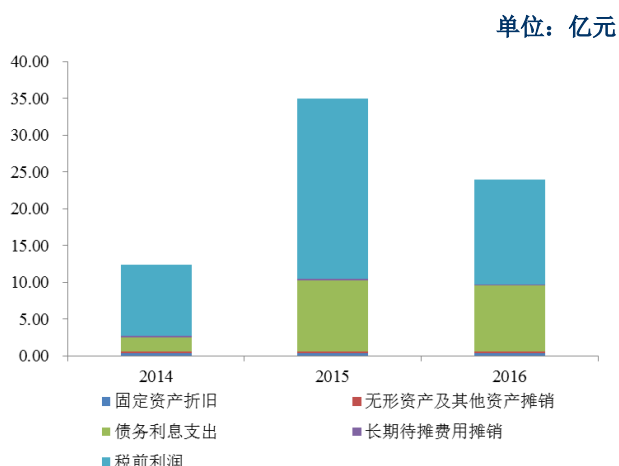
从公司营业收入构成来看，2016 年投资银行手续费净收入是公司的主要收入来源，占营业收入比重 33.77%。2016 年国内证券市场弱势震荡，成交量大幅萎缩，公司经纪业务手续费净收入 8.60 亿元，同比大幅下降 62.86%，占营业收入的比重由 2015 年的 46.68% 下降至 22.41%。同时，受益于债券市场向好，公司投资银行业务手续费净收入 12.96 亿元，同比上升 53.64%，占营业收入比重亦由 2015 年的 17.01% 上升至 33.77%。

除手续费及佣金收入外，投资收益也是公司营业收入的重要来源。面对 2016 年较为低迷的市场行情，公司继续利用证券市场的结构性机会，取得了较好的投资业绩，全年公司投资收益 8.87 亿元，同比增长 57.51%，占营业收入的比重 23.10%。此外，2016 年，公司利息净收入 4.46 亿元，占营业收入比重 11.61%。

在营业支出方面，证券公司各项业务均具有知识密集型的特征，因此人力成本是证券公司营业支出中最重要的组成部分，且具有一定的刚性。2016 年，在公司收入规模有所下滑的情况下，其业务及管理费用率由上年的 43.13% 上升至 56.77%。

现金获取能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额，随着收入规模及利润总额的下降，2016 年，公司实现 EBITDA 为 23.98 亿元，同比下降 31.32%，获现能力有所减弱。

图 5：2014~2016 年公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受 2016 年证券市场震荡低迷影响，公司收入规模有所下降；随着公司业务模式和业务品种的不断探索，创新业务存在较大的发展空间。但同时我们也将持续关注证券市场走势对公司盈利的影响以及创新业务给公司带来的业务风险。

偿债能力

随着业务规模的增长，公司对外融资需求增加，债务总量呈快速增长态势。截至 2016 年末，公司总债务为 385.89 亿元，同比增长 93.72%。尽管公司债务规模增长很快，但得益于上市公司资本金的充实，截至 2016 年末，主要风险控制指标仍优于监管标准，抗风险能力较强。

从经营活动现金流看，由于受到 2016 年证券市场震荡行情的影响，公司拆入资金以及代理买卖证券收到的现金大幅减少、代理买卖证券支付的现金以及支付给职工的现金大幅增加等导致 2016 年公司经营活动现金净流出 52.73 亿元。

从公司 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，近年来公司债务规模快速上升，且受经营业务同比下滑影响，公司获现能力亦有所减弱，2016 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.67 倍，较上年下降了 0.94 倍。2016 年公司总债务/EBITDA 为 16.09 倍，较上年大幅增加 10.39 倍。

表 9：2014~2016 年末公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016
总债务(亿元)	77.42	199.20	385.89
资产负债率(%)	53.76	62.17	74.15
净资产负债率(%)	116.25	164.37	286.84
经营活动净现金流(亿元)	54.82	-60.05	-52.73
EBITDA(亿元)	12.40	34.92	23.98
EBITDA 利息倍数(X)	6.48	3.61	2.67
总债务/EBITDA(X)	6.24	5.70	16.09

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年末，公司获得的银行授信总额 660.00 亿元，已使用授信额 46.00 亿元，备用流动性充足。

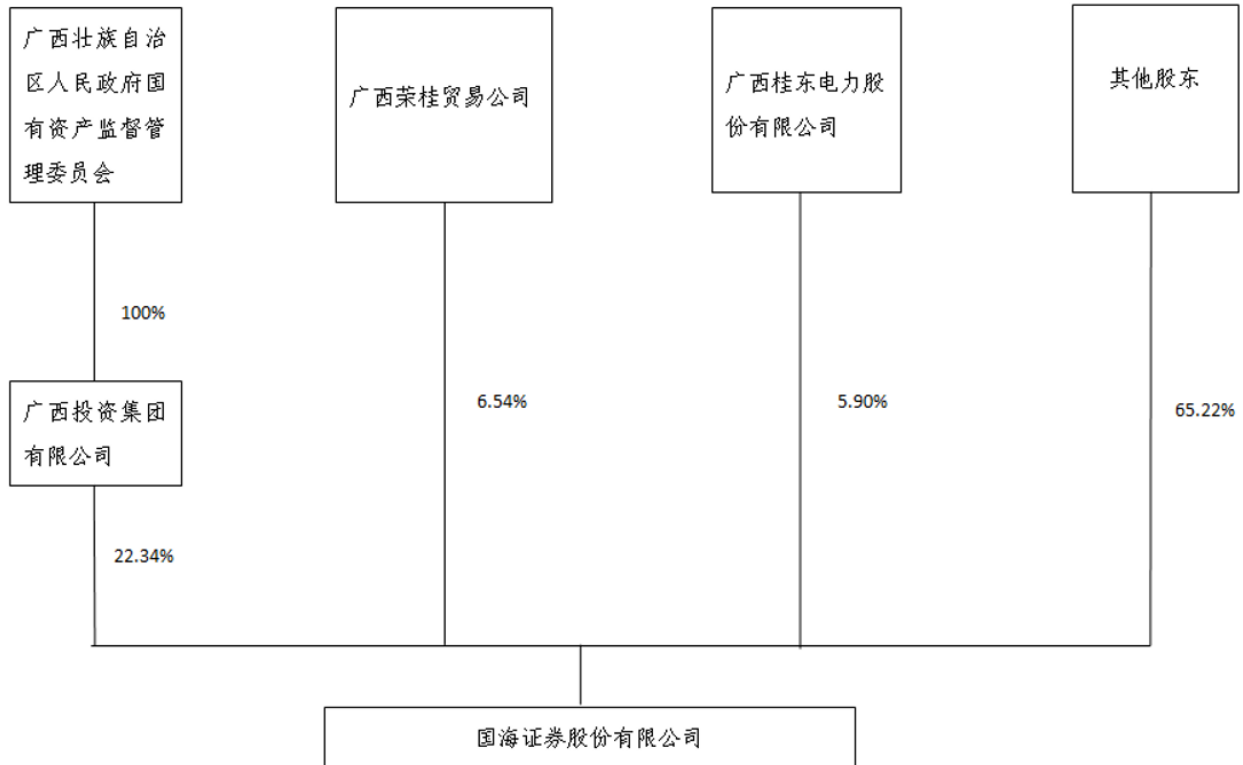
对外担保和诉讼方面，截至 2016 年末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

综合来看，尽管 2016 年以来公司债务规模增长较快，面临的债务压力有所上升，但公司整体资产质量较好，资产安全性较高。就各项业务开展规模及负债规模而言，公司目前资本充足水平较高，综合实力 and 抗风险能力较强。

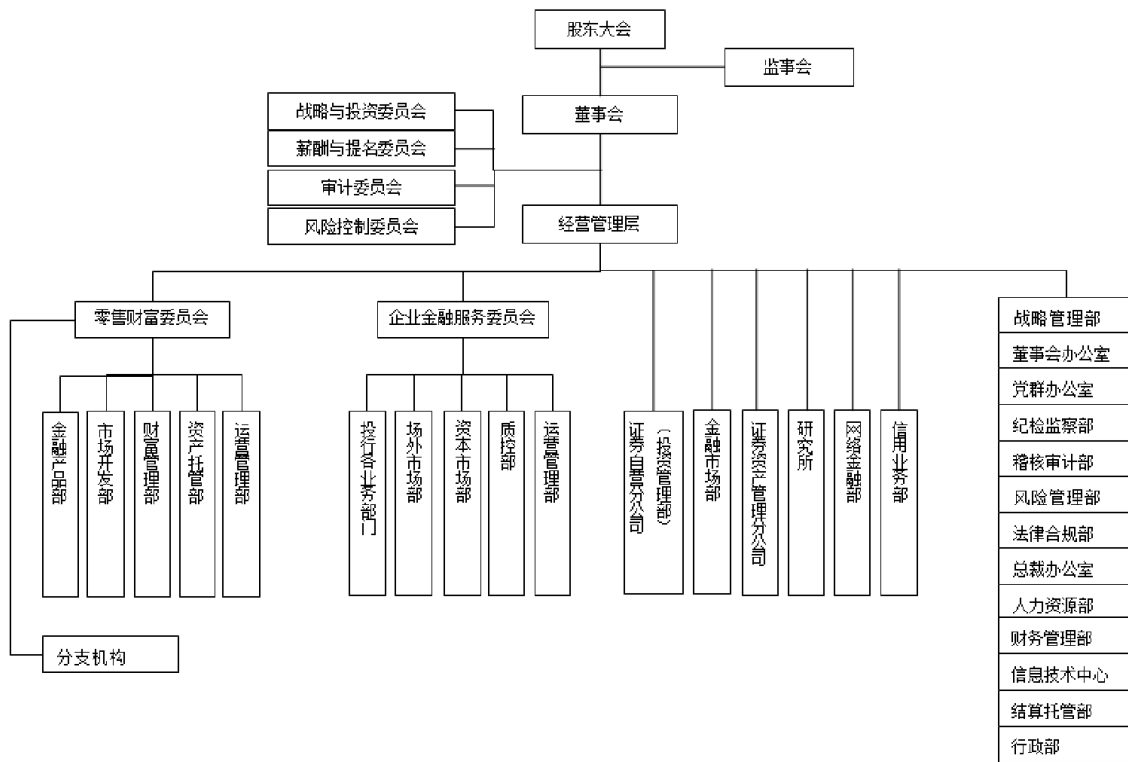
结 论

综上，中诚信证评维持国海证券主体信用等级至 **AA⁺**，评级展望为稳定，维持国海证券股份有限公司 2015 年公司债信用等级为 **AA⁺**。

附一：国海证券股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：国海证券股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：国海证券股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：亿元)	2014	2015	2016
自有资金及现金等价物	6.07	52.42	42.97
交易性金融资产	32.70	85.88	82.03
可供出售金融资产	12.44	57.19	40.14
衍生金融资产	-	-	-
持有至到期金融资产	0.16	0.08	168.52
长期投资	0.53	1.38	1.39
固定资产	1.79	1.78	1.74
总资产	264.20	525.20	679.61
代理买卖证券款	109.33	159.87	125.13
总债务	77.42	199.20	385.89
所有者权益	71.62	138.19	143.34
净资本	47.54	145.55	133.57
营业收入	25.45	49.59	38.38
手续费及佣金净收入	16.66	35.36	26.30
证券承销业务净收入	2.92	8.44	12.96
资产管理业务净收入	0.39	0.71	1.83
利息净收入	3.48	6.44	4.46
投资收益	4.79	5.63	8.87
公允价值变动收益(亏损)	0.46	1.62	-2.62
业务及管理费用	14.64	21.39	21.79
营业利润	9.32	24.37	13.99
净利润	7.15	18.41	10.66
EBITDA	12.40	34.92	23.98
经营性现金流量净额	54.82	-60.05	-52.73
财务指标	2014	2015	2016
资产负债率(%)	53.76	62.17	74.15
净资本/各项风险资本准备之和(注)	550.69	446.52	249.06
核心净资本/表内外资产总额(%)	-	31.83	21.21
优质流动资产/未来30日内现金净流出(%)	-	270.57	226.32
可用稳定资金/所需稳定资金(%)	-	202.28	144.65
净资本/净资产(注)	72.37	113.73	99.04
净资本/负债(注)	57.97	69.47	33.58
净资产/负债(注)	80.10	61.08	33.91
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(注)	2.60	20.89	1.94
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本(注)	-	84.97	238.40
业务及管理费用率(%)	57.52	43.13	56.77
摊薄的净资产收益率(注)	10.22	13.52	7.38
净资本收益率(注)	14.06	11.97	7.36
EBITDA 利息倍数(X)	6.48	3.61	2.67
总债务/EBITDA(X)	6.24	5.70	16.09
净资本/总债务(X)	0.61	0.74	0.35
经营性现金净流量/总债务(X)	0.71	-0.30	-0.14

注：1、风险监控指标（净资本、净资本/净资产、净资本/各项风险资本准备之和、净资本/负债、净资产/负债、自营权益类证券及证券衍生品/净资本、自营非权益类证券及证券衍生品/净资本）和摊薄的净资产收益率为母公司口径；2、资产负债率计算已扣除代理买卖证券款；3、2016年6月16日，中国证监会发布《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》（证监会令〔第125号〕）、《证券公司风险控制指标计算标准规定》（证监会公告〔2016〕10号），修订证券公司风险控制指标的计算标准。本表所列2015年12月31日相关风险控制指标按照新的计算标准相应调整。

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

业务及管理费用率=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+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+长期应付款

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)

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。