



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪133号

## 中信证券股份有限公司：

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“中信证券股份有限公司2013年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月二十六日

## 中信证券股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2014）

发行主体	中信证券股份有限公司		
发行规模	人民币 150 亿元		
存续期限	5 年期, 30 亿, 2013/06/07—2018/06/07 10 年期, 120 亿元, 2013/06/07—2023/06/07		
上次评级时间	2013/03/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

### 概况数据

中信证券	2011	2012	2013
总资产	1,482.80	1,685.08	2,713.54
所有者权益	869.90	866.84	894.02
净资本(亿元)	506.28	404.72	347.96
营业收入	250.33	116.94	161.15
净利润	126.04	43.07	53.08
综合收益	97.32	46.93	46.61
EBITDA	154.10	61.50	102.38
平均资本回报率(%)	15.97	4.96	6.03
资产负债率(%)	22.19	35.17	60.47
总债务/EBITDA(X)	0.10	2.49	4.03
EBITDA 利息倍数(X)	214.60	25.83	3.63
净资本/净资产(%)	68.63	55.75	48.54
净资本/各项风险资本准备之和(%)	2,246.27	1,333.00	849.74
净资本/负债(%)	216.24	94.81	33.15
净资产/负债(%)	315.09	170.05	68.29

注：1、公司净资本指标按照母公司口径。

2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信证评统计口径，特此说明。

### 分析师

田红霞 [htian@ccxr.com.cn](mailto:htian@ccxr.com.cn)

刘冰 [bliu@ccxr.com.cn](mailto:bliu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

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

2014 年 5 月 26 日

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了中信证券股份有限公司（以下简称“公司”）领先的行业地位和综合实力，各业务均衡发展且处于领跑行业水平，稳定增长的收入规模和极强的盈利能力，以及雄厚的资本实力和强大的股东背景对其未来业务拓展的有力支持；同时，我们也关注到证券市场竞争激烈、拓展创新业务和境外业务使其面临新的风险、财务杠杆加大等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持“中信证券股份有限公司 2013 年公司债券（第一期）”信用级别 AAA；维持公司主体信用级别 AAA，评级展望稳定。

### 正面

- 领先的行业地位和综合实力。作为国内最早的上市券商，公司在 2013 年 5 月中国证券业协会公布的证券公司业绩排名（母公司口径）中，净资本、净资产和总资产排名、营业收入和净利润均为行业第一名，多项主要经营指标连续多年位列行业前列；同时，公司连续六年均被评为 A 类 AA 级证券公司。
- 各业务板块均衡发展，业绩名列前茅。截至 2013 年末，公司证券营业部达 204 家，在沪深交易所的股票、基金交易市场份额为 6.18%，股票、债券主承销业务市场份额分别为 10.95% 和 4.02%，均排同业第一；受托管理资产总规模达到 5,048.58 亿元，同时再次控股华夏基金，资产管理业务规模领跑行业。
- 收入规模稳定增长，盈利能力极强。2013 年公司传统中介业务继续保持市场领先地位，同时提高了财务杠杆水平，各项业务快速发展，并完成了股权收购，业务板块进一步扩张，截至 2013 年末，公司营业收入和净利润分别为 161.15 亿元和 53.08 亿元，分别同比增长 37.81% 和 23.28%，营业收入和净利润继续位居行业首位。

- 雄厚的资本实力和强大的股东背景。截至 2013 年末，公司总资产和所有者权益分别为 2,713.54 亿元和 894.02 亿元，净资本达到 347.96 亿元，资本实力极强；同时，作为中信集团核心金融板块之一，其能利用集团战略协同效益而获得更多先发优势。

## 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、商业银行等金融机构的激烈竞争。
- 拓展创新业务和境外业务使公司面临新的风险。随着创新业务逐步开展，其资金压力进一步上升；同时公司海外业务发展迅速，截至 2013 年末境外业务收入占比达到 18.84%，创新业务和境外业务或将带来经营风险的增加。
- 财务杠杆加大。随着公司业务规模较快扩张，其债务融资规模亦快速提升，财务杠杆水平逐步提高，截至 2013 年末，公司总债务达到 412.67 亿元，是 2012 年的 2.70 倍；同期资产负债率达到 60.47%，同比增长 25.30 个百分点。

## 本次债券募集资金使用情况

2013年6月7日，公司发行150亿元的公司债券。本次债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充公司运营资金，改善公司资金状况。截至2014年3月31日，募集资金全部用于满足公司运营资金需求。资金投向符合《中信证券股份有限公司公开发行2013年公司债券（第一期）募集说明书》的规定。

## 重大事项说明

2013年7月31日，公司全资子公司中信证券国际有限公司（以下简称“中信证券国际”）完成了里昂证券有限公司（以下简称“里昂证券”）剩余80.1%股权的收购，交易对价为8.4168亿美元<sup>1</sup>，至此，里昂证券已成为中信证券国际的全资子公司。除台湾业务外，里昂证券目前所有业务（包括美国业务和日本业务）已由公司间接拥有，同期公司将把里昂证券纳入合并报表范围。

2013年9月16日，公司完成中信万通证券有限责任公司（以下简称“中信万通证券”）剩余股权的收购，实现全资持有中信万通证券上述股权的收购。至此，公司持有中信万通证券的股权比例变更至100%。

2013年，公司先后以公开挂牌价16亿元、5.888亿元，受让无锡市国联发展（集团）有限公司所持华夏基金10%的股权、南方工业资产管理有限责任公司所持华夏基金3.2%的股权。经中国证监会核准、备案，华夏基金10%股权工商变更手续已于2013年9月24日办理完毕；华夏基金3.2%股权工商变更手续已于2014年1月29日办理完毕。至此，公司持有华夏基金的股权比例为62.20%，并将华夏基金纳入财务报表合并范围。

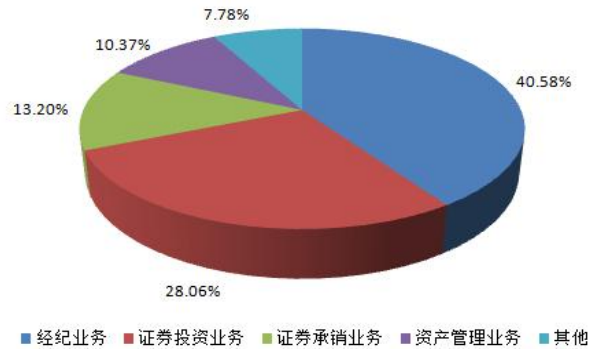
## 基本情况

在各项业务均衡发展的同时，公司不断加强各业务条线的合作与协同，从而形成自身的核心竞争优势，2013年公司收入规模实现了稳定增长，当年

<sup>1</sup>因某些监管限制，本次交易标的未包括台湾业务，里昂证券80.1%股权转让各签约方已签署补充协议，对本次交易原对价9.4168亿美元作出相应调整。

营业收入为161.15亿元，同比增长37.81%。其中，经纪业务、证券投资业务、证券承销业务是公司最主要的收入来源，分别占当年营业收入的比重为40.58%、28.06%和13.20%。

图 1：2013 年公司营业收入构成情况



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，2013年度，公司境内和境外业务收入分别为130.79亿元和30.36亿元，占营业总收入的比重分别为81.16%和18.84%。其中，境外业务由于收购里昂证券等影响，2013年收入规模同比大幅增长280.37%。境内业务方面，除公司本部外，浙江省、山东省、北京市、上海市为公司重要的收入来源区域，2013年四地收入占营业总收入的比重分别为7.69%、4.07%、2.53%和2.37%，占比分别较上年提高0.53、0.23、0.54和0.39个百分点。

从证券公司分类结果及业绩排名情况来看，公司连续六年均被评为A类AA级证券公司。在2012年度证券公司的经营业绩排名中，公司净资产、净资产和总资产排名、营业收入和净利润均排行业第一，多项主要经营指标连续多年位列行业前列。

表 1：2010~2012 年公司经营业绩排名（母公司口径）

	2010	2011	2012
净资产	1	1	1
净资产	1	1	1
总资产	1	1	1
营业收入	1	1	1
净利润	1	1	1
代理买卖证券业务净收入	7	4	2
并购重组财务顾问业务净收入	3	1	2
股票及债券承销金额排名	1	1	-
股票主承销家数排名	4	2	1
股票主承销金额排名	2	1	-
债券主承销家数排名	1	1	1
债券主承销金额排名	3	1	-
受托客户资产管理业务净收入	2	1	2

资料来源：中国证券业协会网站，中诚信证评整理

## 2013年受益于股票成交额的回升，公司经纪业务收入规模呈现恢复性增长，市场份额位居行业第一，竞争优势凸显

2013年以来，受经济增长放缓等因素影响，我国股票指数总体下行，但成交量有所增加，2013年全年A股成交量为48,372.67亿股，同比增长47.11%；成交额463,529亿元，同比增长48.39%。证券公司经纪业务受益于此出现好转，2013年国内证券市场经纪业务收入占营业收入的比重为47.68%，占比较2012年的38.93%增长8.75个百分点。但随着营业网点设立限制放松、开户方式限制放开、允许券商代销金融产品等举措推出，证券经纪业务的市场化进程不断提速，对证券公司的佣金水平的下降形成较大压力。

从公司自身来看，公司经纪业务抓住“机构化、产品化”的市场发展趋势，大力开发机构客户，为客户提供多品种的业务平台，继续扩大市场份额的领先优势。截至2013年末，公司已在全国28个省、市、自治区设有204家证券营业部，较2012年末增加23家。2013年公司经纪业务实现收入65.40亿元，同比增长77.84%。2013年，公司于上海交易所及深圳交易所的股票、基金交易总额为5.89万亿元，市场份额为6.18%，同比增长7.29%，位居行业第一。

同时，公司长期注重客户积累。截至2013年底，公司托管的客户资产达1.79万亿元（含未解禁的大小非客户资产），资产在人民币500万元以上的高净值个人客户同比增长36.2%。机构客户方面，全年新增交易席位54个；QFII交易客户增至110家，客户交易量排名市场第一。

未来，公司将进一步优化经纪业务团队结构，提升机构服务水平，向财富管理转型；大力推动业务创新，打造中小企业综合服务体系，积极推进互联网零售经纪。但我们也关注到随着证券经纪业务的市场化进程不断提速，证券公司的经纪业务也将面临很强的竞争压力。

## 作为传统优势业务，公司投资银行业务在2013年国内股权融资依旧低迷、债券发行需求放缓的前提下，收入规模出现下滑，但仍保持市场领先地位

随着证券场景气度的降低以及估值水平的下滑，国内企业IPO数量及融资金额均大幅下滑，券商投行业务规模亦明显缩水，自2012年10月以来，国内证券市场经历了A股历史上时间最长的IPO寒冬。在债券市场方面，2013年国内债券市场价格走势上半年平稳上升，但由于下半年以来市场对于流动性的担忧进一步加剧，导致各类型债券产品收益率连续走高，债券市场融资需求开始下降。2011~2013年，国内证券市场证券承销与保荐业务净收入规模分别为241.38亿元、177.44亿元和128.62亿元，收入规模分别同比下降11.36%、26.49%和27.51%；占行业营业收入比例分别为17.76%、13.70%和8.08%，投行收入规模及占比均呈现下滑态势。

从公司自身来看，公司投资银行业务近几年来一直居行业领先地位，业务种类主要包括股权融资、债券及结构化融资以及财务顾问业务。2010~2011年公司股票及债券主承销金额排名均位列第1名，2012年股票及债券主承销家数均排名第1。作为传统优势业务板块，2013年公司投资银行业务实现营业收入21.28亿元，同比减少20.13%，但下滑程度好于行业平均水平。

具体来看，公司股权融资板块适时调整业务策略，一方面对投行组织架构进行调整，积极开发各类金融产品所适用的客户群体；二是继续贯彻“全产品覆盖”业务策略。在境内业务方面，公司完成股票主承销项目16单，主承销金额542.99亿元，市场份额10.95%，排名市场第二。其中，主承销1单IPO项目（换股吸收合并）；主承销11单现金类定向增发项目，主承销金额243.25亿元，排名市场第一。

**表 2：2012~2013 年公司境内股权融资开展情况**

单位：亿元、个

	2012		2013	
	主承销金额	发行数量	主承销金额	发行数量
首次公开发行	173.61	15	152.91	1
再融资发行	332.87	15	390.08	15
<b>合计</b>	<b>506.48</b>	<b>30</b>	<b>542.99</b>	<b>16</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

境外业务方面，公司继续保持较强的竞争力。2013年，中信证券国际在香港市场参与完成了5单IPO项目、3单跨境并购项目、4单再融资项目、21单离岸人民币债与美元债项目。2013年公司完成里昂证券的收购，同时与里昂证券的整合也已展开，业务协同效应开始初步显现。受益于此，公司2013年境外业务收入规模同比大幅增长280.37%，达到30.36亿元。此外，公司继续推进境内外业务平台的有效联动，并通过并购与战略协作提升在国际市场的影响力。

债券及结构化融资业务方面，2013年，公司完成企业债、公司债、金融债、中期票据、短期融资券及资产证券化主承销项目141单，主承销金额1,595.37亿元，市场份额4.02%，债券承销数量与承销金额均排名同业第一。

**表 3：2012~2013 年公司债券及结构化融资业务开展情况**

单位：亿元、个

	2012		2013	
	主承销金额	发行数量	主承销金额	发行数量
企业债	372.67	20	290.00	17
公司债	207.16	13	312.47	40
金融债	936.00	24	547.75	25
中期票据	361.50	30	253.90	32
短期融资券	169.50	15	153.25	18
资产支持证券	106.72	35	38.00	9
<b>合计</b>	<b>2,153.55</b>	<b>137</b>	<b>1,595.37</b>	<b>141</b>

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，2013年，公司通过开拓创新类财务顾问和并购类投融资业务，形成新的利润增长点。据统计，在彭博公布的涉及中国企业参与的全球并购交易排名中，公司以交易金额256.42亿美元（约合人民币1,578.39亿元）、交易单数30单，位居全球财务顾问排行榜金额第一名和单数第一

名。未来，公司将加深与里昂证券及境外战略伙伴的全方位合作，并进一步加大海外网络的拓展与延伸，业务范围涵盖欧洲、北美、亚洲、澳洲等重点区域，并向非洲、南美等新兴区域渗透，构建全球范围的并购业务网络体系。

总体来看，2013年行业环境持续低迷对公司投资银行业务造成一定影响，但公司利用综合平台优势力争保持投行业务的领先地位，未来一旦外部环境出现好转，其收入规模仍存在较大上升空间。同时我们也关注到，跨境业务面临较多的风险也将对公司运营能力提出一定挑战。

### 2013年证券市场行情仍然低靡，公司在专注传统股权、债券投资业务的同时，不断开展创新业务，证券投资业务取得快速增长

2013年A股市场总体呈现震荡下行走势，投资机会存在于以结构性为主导的行情中，中小板和创业板行情相对较好。2013年上证综合指数收于2,115.98点，下跌6.75%；深证成份指数收于8,121.79点，下跌10.91%；沪深300指数收于2,330.03点，下跌7.65%。

2013年，公司进一步深化投资业务转型，拓展多元化的盈利模式，抵御市场风险能力明显提升。在巩固和扩大传统ETF、跨境ETF、分级基金做市服务的基础上，公司积极探索黄金ETF、中小企业股份转让系统上市股份、交易所期权等创新产品和业务的做市服务模式，目前已成为主要的做市服务商之一。同时，公司依托OTC业务平台，为客户提供流动性服务。自营投资方面，公司积极推进证券自营投资业务的战略转型，加强业务的多样性，积极管理风险。截至2013年末，公司证券投资业务实现营业收入45.22亿元，同比增长30.84%。

在资本中介型业务领域，固定收益产品方面，2013年公司在银行间债券市场的现券交易量继续保持同业第一。大宗经纪业务方面，2013年中信证券（浙江）有限责任公司（以下简称“中信证券（浙江）”）和中信万通证券获准开展转融券业务，公司融资融券交易规模持续保持市场前列。2013年，公司和中信证券（浙江）、中信万通证券的融资融券业务市场份额合计9.64%，排名第一。截至2013年末，

公司境内融资余额330.86亿元，同比增长285.32%；境内融券余额3.34亿元，同比增长33.15%。

在证券自营投资业务领域，2013年，公司常规股票交易业务收益表现优于A股市场。公司另类投资业务已具备在境内外开展对冲套利投资的能力，目前已开展的策略包括对冲基金投资、股指期货套利、统计套利、基本面量化、可转债套利等。其中，境外对冲投资业务收入占比稳步提升，逐步改善了对国内单一市场机会的依赖。

在私募股权投资领域，公司全资子公司金石投资有限公司（以下简称“金石投资”）和金石投资全资子公司青岛金石灏纳投资有限公司（以下简称“金石灏纳”）于2013年全年完成新增自有资金投资项目16单，项目涵盖信息技术、高端制造、农业科技等领域，并参与新三板企业股权投资；部分或全部退出自有资金投资项目15单。截至2013年12月31日，金石投资设立的中信并购投资基金（深圳）合伙企业（有限合伙）已签约的投资者共19家，承诺出资金额36.44亿元。

未来一年，公司将进一步研究和开发新产品、新交易策略，积极把握境内外多市场、多资产类别、多种投资工具所提供的投资机会，实现收入的多元化，稳步提高收益率。

## 2013年券商理财产品审批加速，资产管理业务迅速发展，同时华夏基金纳入合并范围，公司资产管理业务收入及受托资产规模呈现大幅增长

2013年以来，随着分业经营壁垒被逐步打破，证券公司、银行、保险、基金、信托、资产管理公司等各类机构竞相开展资管业务。受益于政府对券商资产管理政策的松绑，截至2013年12月31日，115家证券公司受托管理资金本金总额为5.2万亿元，比2012年末的1.89万亿元增长了1.75倍，比2011年末的0.28万亿元增长了17.57倍。

2013年，公司继续加大集合业务发展和创新力度，集合业务受托资产管理规模稳步扩大；大力拓展以银行为主要客户群体的定向资产管理业务。同时由于华夏基金纳入合并范围，公司资产管理业务收入规模呈现跳跃式增长。2013年公司实现资产管

理业务收入16.71亿元，同比大幅增长409.67%；资产管理规模（公司本部）达到5,048.58亿元，同比增长101.27%。

2013年，公司新设集合资产管理计划41支，新设专项资产管理计划1支，集合资产管理计划管理规模增加约81.41亿元；企业年金、社保基金以外的定向资产管理业务规模增加约2,465.42亿元。

表 4：2011~2013 年公司本部资产管理业务规模

金额单位：亿元

	2011	2012	2013
集合计划规模	140.66	249.23	330.64
定向计划规模	469.05	2224.23	4689.65
专项计划规模	10.37	34.93	28.29
合计	<b>620.08</b>	<b>2508.39</b>	<b>5048.58</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

华夏基金是我国最大的基金公司，2013年其主动股票投资业绩在前五大基金管理公司中位居首位，资产管理规模继续保持行业第一。截至2013年末，华夏基金资产管理规模为3,333.74亿元，同比增长12.01%，继续保持行业第一。

总体看，公司资产管理业务实现了多业务条线协同管理，而得益于各业务条线在业内均排名前列的均衡发展态势，这一协同将有效提高公司资产管理业务的核心竞争优势，同时，华夏基金的回归已将进一步增强公司的资产管理实力。

## 公司研究实力很强，继里昂证券收购完成后，公司研究实力和国际影响力将持续提升

2013年，公司研究业务继续加强卖方研究的市场拓展，并坚持“开放促改革、转型促发展”的理念，采取人员互派、研究共享等方式积极推进与里昂证券的全面合作，努力加快研究业务的国际化进程，以深入研究海内外两个市场、整合利用海内外两种资源。2013年，公司收购里昂证券完成后，研究实力亦进一步提升。中信里昂证券有限公司（以下简称“中信里昂公司”，由里昂证券的全资子公司更名而来）被《机构投资者》列为亚洲领先的股票研究机构之一，并以其独立的专题研究、经济分析及股票策略而闻名。截至2013年12月31日，中信里昂证券的研究分析师超过150人，研究覆盖公司近1,300家，覆盖行业18个，并包括经济、量化、国家和行

业、策略及技术性分析等五大宏观范畴。

总体看，公司业务领域已涵盖证券、基金、期货、直投等各个方面，业务结构不断完善，综合实力不断增强，但中诚信亦同时关注到海外业务的开展可能造成公司经营风险的增加。

## 财务分析

以下分析基于中信证券提供的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2011年、2011年及2013年度合并和母公司财务报告，其中2012年数据为2013年度财务报告的重述数。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

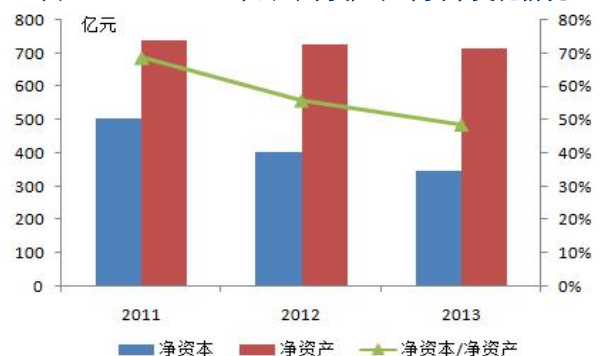
2013年，公司在稳固传统业务市场份额的同时加快创新业务发展，同时前后收购里昂证券、中信万通证券和华夏基金股权，带动了其资产规模的快速增长，扣除了代理买卖证券款后，公司总资产为2,261.58亿元，同比大幅增长69.15%。同时，得益于留存收益的积累，公司自有资本实力得以增强，2013年末所有者权益（包括少数股东权益）达到894.02亿元，同比增长3.14%。

从公司资产流动性来看，虽然近年来公司的客户资金存款由于证券市场的不景气而有所波动，但其现金及现金等价物一直保持在较高水平，截至2013年末，公司货币资金及结算备付金余额为678.10亿元，同比增长13.61%；其中自有资金及现金等价物余额为276.84亿元，同比增长7.16%，显示了其良好的流动性。从公司所持有金融资产的结构

来看，近年来在权益投资市场景气度不高的情况下，公司相应加大债券、基金的投资力度，其交易性金融资产以债券持仓为主。截至2013年末，公司交易性金融资产占自营总资产的30.91%，其中债券类投资占交易性金融资产的66.30%。

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，2011~2013年末，母公司净资产分别737.71亿元、725.93亿元和716.91亿元，其中净资本（母公司口径，下同）分别为506.28亿元、404.72亿元和347.96亿元，近三年净资本/净资产的比率保持在48%-69%之间，高于40%的监管标准。

图 2：2011~2013 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

注：此处为母公司口径

此外，从公司各项风险控制指标看，根据证监会2008年6月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》，公司以净资本为核心的各项风险指标均远高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。预计未来在严密的风控体系下，公司各项风险控制指标不会发生逆转，能够较好地满足监管要求。

表 5：2011~2013 年公司各风险控制指标情况（母公司口径）

项目	标准	2011	2012	2013
净资本(亿元)	≥2	506.28	404.72	347.96
净资产(亿元)	--	737.71	725.93	716.91
净资本/各项风险资本准备之和(%)	≥100	2,246.27	1,333.00	849.74
净资本/净资产(%)	≥40	68.63	55.75	48.54
净资本/负债(%)	≥8	216.24	94.81	33.15
净资产/负债(%)	≥20	315.09	170.05	68.29
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	≤100	51.33	69.55	76.11
自营固定收益类证券/净资本(%)	≤500	52.12	91.82	176.88

注：母公司2012年12月31日的净资本数据根据中国证监会于2013年发布的净资本及风险准备计算标准的相关规定进行了重述；

数据来源：公司提供，中诚信证评整理



与行业内其他证券公司比较来看，公司净资本规模较大，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较强。但中诚信证评亦关注到，2013年以来由于公

司加大创新业务的开拓力度，资本中介业务规模不断扩大，致使其财务杠杆快速增加。截至2013年末，公司资产负债率达到60.47%，较2012年的35.17%增加25.30个百分点，负债水平偏高，偿债压力加大。

**表 6：2013 年末公司与同行业主要上市公司风险控制指标比较（母公司口径）**

指标名称	海通证券	中信证券	广发证券	光大证券	东北证券	西南证券
净资本(亿元)	390.41	<b>347.96</b>	207.05	140.91	41.09	61.29
净资产(亿元)	603.11	<b>716.91</b>	333.29	223.81	73.65	109.24
净资本/各项风险资本准备之和(%)	1,281.41	<b>849.74</b>	696.71	524.30	333.99	526.06
净资本/净资产(%)	64.73	<b>48.54</b>	62.12	62.96	55.79	57.42
净资本/负债(%)	91.93	<b>33.15</b>	41.57	145.62	65.61	41.82
净资产/负债(%)	142.01	<b>68.29</b>	66.91	231.30	117.60	72.83
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	37.12	<b>76.11</b>	62.41	67.02	30.90	70.66
自营固定收益类证券/净资本(%)	94.23	<b>176.88</b>	158.54	27.94	137.54	199.85
资产负债率(%)	50.19	<b>60.47</b>	59.43	26.67	45.17	57.44

注：资产负债率为合并报表口径

数据来源：各公司年度报告，中诚信证评整理

## 盈利能力

目前，公司传统中介业务继续保持市场领先地位，仍然是公司收入的主要来源。2013年，证券市场成交量上升，公司加大了创新业务开拓力度，同时由于并表单位的增加，其整体收入水平得到进一步提升，全年公司实现营业收入161.15亿元，同比增长37.81%。与同行业大部分证券公司相比，公司盈利水平的回升在一定程度上反映了其很强的盈利能力和抗风险能力。

**表 7：2011~2013 年公司营业收入情况**

单位：亿元

	2011	2012	2013
手续费及佣金净收入	86.46	62.89	96.38
其中：证券经纪业务 手续费净收入	36.25	29.62	56.34
投资银行业务手 续费净收入	14.96	26.45	21.20
资产管理业务手 续费净收入	2.18	1.98	4.42
投资咨询业务净收入	1.09	2.73	4.30
利息净收入	14.01	12.24	8.29
投资收益	155.63	36.63	60.36
公允价值变动收益	-7.55	4.17	-5.65
汇兑净损益	0.28	0.25	-0.58
其他业务收入	2.06	0.75	2.36
<b>营业收入合计</b>	<b>250.33</b>	<b>116.94</b>	<b>161.15</b>

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，手续费及佣金收入是公司的主要收入来源，近三年在营业收入中的占比均在40%以上。目前，公司手续费及佣金收入主要来自于经纪业务、投资银行业务和资产管理业务等。2013年以来国内证券市场交易活跃，成交量回升，公司积极开展融资融券、代销金融产品等业务，同时由于并表单位的增加，公司实现经纪业务手续费净收入56.34亿元，同比大幅增长90.19%。

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。2013年公司利用证券市场的结构性机会，取得了较好的投资业绩，带动其整体投资收益的增长，全年公司投资收益上升至60.36亿元，同比大幅增长64.78%。未来随着国内各类衍生产品及避险工具的日渐丰富，公司自营业务收入规模有望继续增长。

在营业支出方面，鉴于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；同时，由于并表单位增加，公司2013业务及管理费用率小幅增加至50.14%，较上年增加0.37个百分点。与同行业企业比较来看，其成本控制能力处于行业中等水平。

表 8: 2013 年公司与同行业主要上市公司盈利能力指标比较

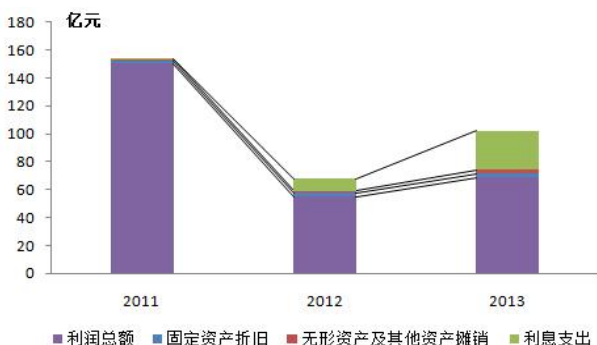
指标名称	中信证券	海通证券	广发证券	西南证券	东北证券	光大证券
营业收入(亿元)	161.15	104.55	82.08	19.64	17.67	40.20
业务及管理费(亿元)	80.81	45.52	42.37	10.25	10.63	25.91
净利润(亿元)	53.08	42.81	28.13	6.36	4.83	2.84
业务及管理费用率(%)	50.14	43.54	51.63	52.19	60.16	64.45

数据来源: 各公司年度报告,中诚信证评整理

盈利方面, 因2013年以来证券市场经纪业务好转以及公司实现了里昂证券、中信万通证券的全资收购, 并再次控股华夏基金, 净利润出现增长。2013年, 公司实现营业利润和净利润分别为68.60亿元和53.08亿元, 分别同比增长26.31%和23.25%, 盈利情况良好。

现金获取能力方面, 公司EBITDA主要来自于利润总额, 受益于公司业务创新业务的快速发展和外部环境的好转, 2011~2013年, 公司分别实现EBITDA 154.10亿元、67.80亿元和102.38亿元, 其中2011年主要受公司当年处理了华夏基金的股权而获得了大额收益所致, 整体现金获取能力良好。

图 3: 2011~2013 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, 公司近年来大力推行业务转型, 努力增强收入来源的多样化和业务经营的差异化, 减少对传统业务的依赖。凭借中信证券的品牌实力、市场地位和创新力, 随着行业变革和公司战略的逐步实施, 公司盈利能力有所恢复, 未来仍存在一定的提升空间。

## 偿债能力

公司前期主要通过卖出回购金融资产、银行拆入资金及短期借款的方式融入短期资金补充资金流动性, 2013年以来公司陆续发行短期融资券、公司债券、美元债券等融资工具以调整债务结构、满足资金需求, 其债务总量呈快速增长态势。截至2013

年末, 公司总债务已达412.67亿元, 是2012年的2.70倍。尽管公司各项风险控制指标远低于监管标准, 但债务规模的快速上升仍将给公司带来一定的偿债压力。

从经营活动现金流看, 2013年公司经营活动净现金流为-186.10亿元, 主要是融资融券等业务规模快速增加导致资金流出金额较大所致, 但同比增加4.93亿元。从公司EBITDA对债务本息的保障程度来看, 尽管公司EBITDA呈现较快增长, 但由于2013年公司债务规模激增, 导致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较好水平。

表 9: 2011~2013 年公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
总债务(亿元)	15.00	152.91	412.67
资产负债率(%)	22.19	35.17	60.47
净资产负债率(%)	28.52	54.24	152.97
经营活动净现金流(亿元)	269.24	-191.03	-186.10
EBITDA(亿元)	154.10	67.80	102.38
EBITDA 利息倍数(X)	214.60	7.81	3.63
总债务/ EBITDA(X)	0.10	2.26	4.03

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

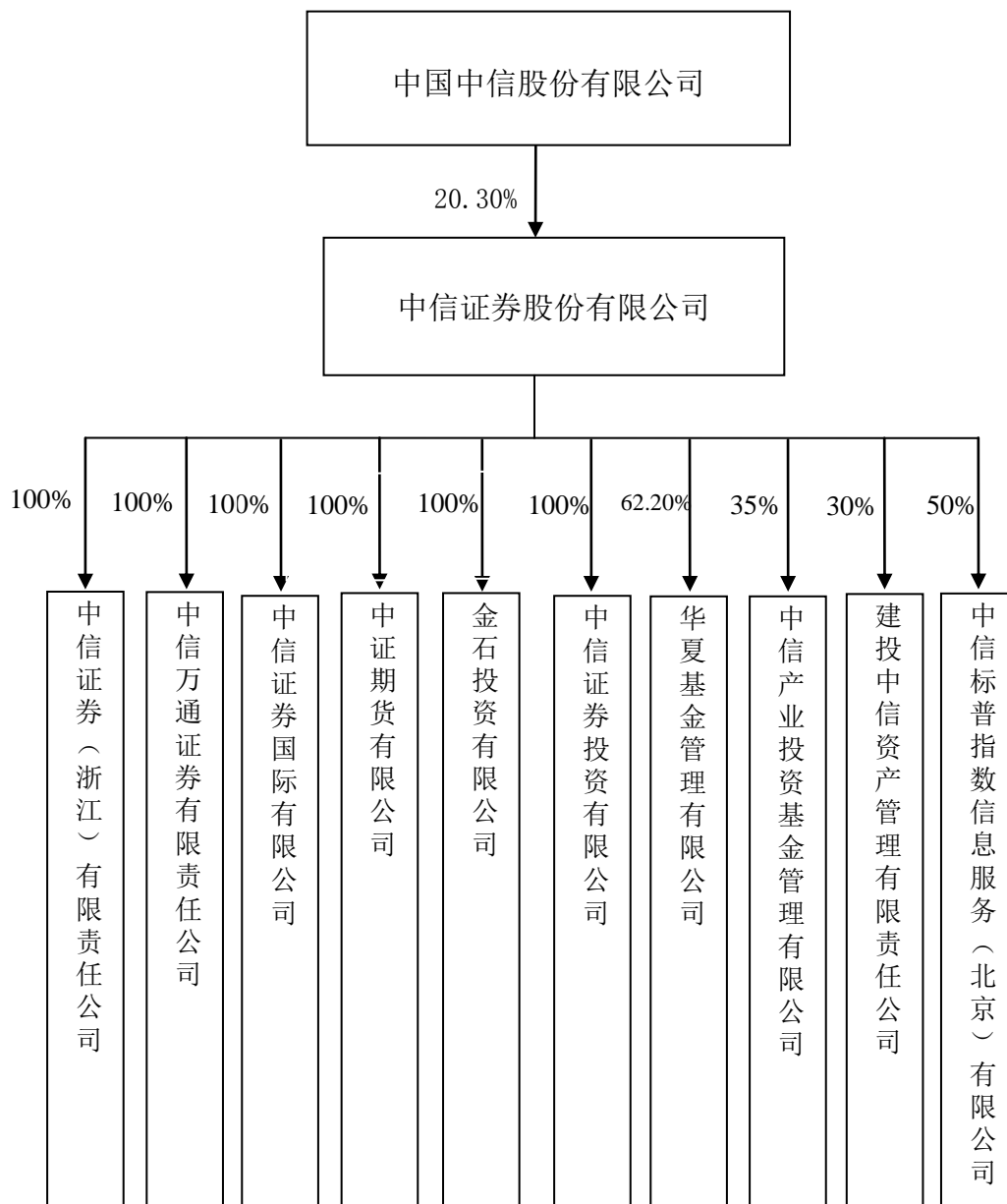
或有负债方面, 截至2013年12月31日, 公司不存在对外担保情况。

综合来看, 尽管2013年以来债务规模增长较快, 其面临的债务压力有所上升, 但公司整体资产质量较好, 资产安全性高, 盈利水平和盈利能力始终保持在同行业前列。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, 中诚信证评维持中信证券主体信用等级AAA, 评级展望为稳定, 维持本次债券信用等级为AAA。

附一：中信证券股份有限公司截至 2014 年 3 月 31 日股权结构图



**附二：中信证券股份有限公司主要财务数据**

财务数据（单位：百万元）	2011	2012	2013
货币资金及结算备付金	69,204.69	59,687.28	67,809.95
拆出资金	790.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	575.76	793.62	22091.99
交易性金融资产	19049.35	38807.61	69898.02
可供出售类金融资产	28882.18	29077.04	25000.37
长期股权投资净额	17408.89	18481.91	14,651.01
总资产	148,280.38	168,507.55	271,354.25
融出证券	15.48	250.82	350.81
代买卖证券款	36,477.14	34,807.29	45,196.16
短期债务	0.00	13,790.56	14,523.35
长期债务	1,500.00	1,500.00	26,744.11
总债务	1,500.00	15,290.56	41,267.46
拆入资金	100.00	2,900.00	4,710.00
卖出回购金融资产款	14,232.69	22,043.61	55,704.26
总负债	61,290.18	81,823.26	181,890.89
股东权益	86,990.20	86,684.30	89,402.10
净资本	50,627.97	40,471.73	34,796.49
手续费及佣金净收入	8,645.75	6,288.89	9,638.16
其中： 证券经纪业务净收入	3,625.72	2,962.58	5,633.53
证券承销业务净收入	1,905.88	2,644.66	2,119.89
受托客户资金管理业务净收入	217.76	198.09	442.20
利息净收入	1,401.45	1,224.49	829.41
投资收益及公允价值变动	14,808.36	4,080.19	5,470.51
营业收入	25,033.19	11,693.88	16,115.27
业务及管理费	(8,013.24)	(5,820.00)	8,080.92
营业利润	15,011.24	5,430.69	25,370.92
净利润	12,604.49	4,306.80	23,819.34
综合收益	9,731.87	4,693.50	4,661.18
EBITDA	15,410.19	6,150.07	10,237.74

注：2011年 EBITDA 不含拆入资金及卖出回购等利息支出，只含有长短期的债务利息支出

**附三：中信证券股份有限公司主要财务指标**

财务指标	2011	2012	2013
<b>盈利能力及营运效率</b>			
平均资产回报率(%)	12.42	3.51	2.95
平均资本回报率(%)	15.97	4.96	6.03
营业费用率(%)	32.01	49.77	50.14
<b>流动性</b>			
流动资产/自营总资产(%)	75.54	78.57	81.33
流动比率(X)	3.96	2.45	1.80
流动资产/短期债务(X)	-	132.87	72.84
<b>资产安全性和资本充足性（母公司口径）</b>			
净资本/各项风险资本准备之和(%)	2,246.27	1,333.00	849.74
净资本/净资产(%)	68.63	55.75	48.54
净资本/负债(%)	216.24	94.81	33.15
净资产/负债(%)	315.09	170.05	68.29
自营权益类证券及证券衍生品/净资本(%)	51.33	69.55	76.11
自营固定收益类证券/净资本(%)	52.12	91.82	176.88
<b>偿债能力</b>			
资产负债率(%)	22.19	35.17	60.47
EBITDA 利息倍数(X)	214.60	25.83	3.63
总债务/ EBITDA(X)	0.10	2.49	4.03

注：母公司2012年12月31日的净资本数据根据中国证监会于2013年发布的净资本及风险准备计算标准的相关规定进行了重述；2011年EBITDA不含拆入资金及卖出回购等利息支出，只含有长短期的债务利息支出。

**附四：基本财务指标的计算公式**

流动资产比例=流动资产/总资产

流动资产=货币资金+结算备付金+应收利息+存出保证金+拆出资金+买入返售金融资产+交易性金融资产+衍生金融资产+融出资金+融出证券-代理买卖证券款

流动负债=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+拆入资金+卖出回购金融资产款+应付利息+应交税费+ 应付职工薪酬

流动比率=流动资产/流动负债

自营总资产=总资产-代理买卖证券款

平均资产回报率=净利润/平均自营总资产

平均资本回报率=净利润/平均总资本

营业费用率=业务及管理费/营业收入

资产负债率=(总负债-代理买卖证券款) / 自营总资产

净资产负债率=(总负债-代理买卖证券款)/净资产

EBITDA 利息倍数=EBITDA/债务利息支出

总债务/ EBITDA 倍数=EBITDA/平均总债务

## 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。