

华泰证券股份有限公司

2015 年次级债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

15 华泰 03 信用等级： AA⁺ 级

15 华泰 04 信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2017 年 5 月 8 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

摘要

编号:【新世纪跟踪[2017]100086】

跟踪对象: 华泰证券股份有限公司 2015 年次级债券

	本次	评级时间	首次	评级时间
	主体评级/展望/债项评级		主体评级/展望/债项评级	
15 华泰 03	AAA/稳定/ AA ⁺	2017 年 5 月	AAA/稳定/ AA ⁺	2016 年 4 月
15 华泰 04	AAA/稳定/ AA ⁺	2017 年 5 月	AAA/稳定/ AA ⁺	2016 年 4 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
总资产(亿元)	2722.26	4526.15	4014.50
总资产*(亿元)	1978.05	3172.06	3087.21
股东权益(亿元)	419.44	815.29	856.60
归属于母公司所有者权益(亿元)	412.99	807.85	843.57
净资本(亿元)	197.28	682.51	451.22
总负债*(亿元)	1558.60	2356.77	2230.61
营业收入(亿元)	120.62	262.62	169.17
净利润(亿元)	45.40	107.98	65.19
资产负债率(%)	78.80	74.30	72.25
净资本/总负债*(%)	12.66	28.96	20.23
净资本/有息债务(%)	13.39	31.11	22.61
员工费用率(%)	32.13	31.00	33.39
受托客户资产管理与基金管理业务净收入/营业收入(%)	1.63	0.53	6.15
营业利润率(%)	48.49	54.34	49.64
平均资产回报率(%)	3.21	4.19	2.08
平均资本回报率(%)	11.53	17.49	7.80

注 1: 根据华泰证券 2014-2016 年经审计的财务报表、2014-2016 年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算, 其中资产负债表数据及指标取自各期期末数;
 注 2: 因华泰证券 2014 年以新会计准则对财务报表进行了调整, 故 2014 年部分数据较往年差异较大;
 注 3: 2014 年平均资产回报率及平均资本回报率的期初值取自华泰证券 2014 年经审计的财务报表追溯数。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
 刘伟 lw@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 受国内资本市场持续震荡影响, 华泰证券经纪及财富管理业务、投资及交易业务营收及利润出现一定下滑, 投资银行和资产管理业务保持增长, 公司整体盈利结构持续优化。随着短期债务陆续到期, 公司杠杆经营程度有所下降, 但融资融券等资本中介业务的波动将持续挑战公司外部融资能力, 公司仍需加强流动性风险管理能力, 以应对突发性流动性风险事件。同时, 公司创新业务的持续推进, 将不断考验公司的风险管理能力。

- **领先的市场地位。** 华泰证券特许经营资质较为齐全, 主要业务市场份额位居行业前列, 业务综合竞争力处于行业领先水平。
- **业务结构均衡。** 华泰证券各项业务发展逐步趋于均衡, 业务结构有所优化。
- **股东支持。** 华泰证券实际控制人为江苏省国资委, 公司在业务发展过程中能够得到地方政府在政策与资源等方面的有力支持。
- **宏观经济下行风险。** 当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段, 经济下行压力较大, 证券业运营风险较高。
- **市场竞争风险。** 国内证券公司同质化竞争较严重, 其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争, 同时, 互联网金融发展对证券公司业务构成冲击, 华泰证券将持续面临激烈的市场竞争压力。
- **资本中介业务持续考验风险管理能力。** 华泰证券资本中介业务的波动将持续挑战公司外部融资能力和流动性风险管理能力。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国证券行业信用评级方法（2014版）》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

跟踪评级报告

按照华泰证券股份有限公司（以下简称华泰证券、该公司或公司）2015年次级债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华泰证券提供的2016年经审计的财务报告及相关经营数据，对华泰证券的经营状况、财务状况及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

华泰证券于2015年成功发行两期次级债券，债券简称“15华泰03”和“15华泰04”，详细信息见图表一。

图表 1. 跟踪评级债券发行情况（单位：亿元，年，%）

债券简称	发行规模	起息日	期限	票面利率	上市日期
15华泰03	50.00	2015-04-21	5	5.80	2015-06-23
15华泰04	180.00	2015-06-26	2	5.50	2015-08-26

资料来源：华泰证券（截至报告出具日）

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

华泰证券（SH, 601688）是中国证监会首批批准的综合类券商，是全国最早获得创新试点资格的券商之一。2015年6月，公司首次公开发行境外上市外资股（H股），并在香港联交所主板上市交易，成为A+H两地上市券商之一，截至2016年末，注册资本为人民币71.63亿元。

跟踪期内，华泰证券的股权结构较为稳定，江苏省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）仍保持对华泰证券实际控制人地位不变。公司前十大股东中，江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏高科技投资集团有限公司、江苏省苏豪控股集团有限公司以及江苏汇鸿国际集团股份有限公司的母公司江苏苏汇资产管理有限公司均为江苏省国资委所属独资企业，江苏苏豪国际集团股份有限公司是江苏省苏豪控股集团有限公司的控股子公司。截至2016年末，江苏省国资委通过上述股东合计持有公司35.36%的股权。

图表 2. 截至 2016 年末华泰证券前十大股东情况

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司 ¹	23.95
2	江苏省国信资产管理集团有限公司	17.46
3	江苏交通控股有限公司	6.15
4	江苏高科技投资集团有限公司	4.78
5	江苏省苏豪控股集团有限公司	2.92
6	江苏汇鸿国际集团股份有限公司	2.84
7	中国证券金融股份有限公司	2.35
8	江苏宏图高科技股份有限公司	1.85
9	中央汇金投资有限责任公司	1.37
10	江苏苏豪国际集团股份有限公司	1.21

资料来源：华泰证券

跟踪期内，华泰证券公司董事、监事和其他高级管理人员基本保持稳定。

(二) 业务运营

2016 年以来，国内金融市场波动性依然较强。股票市场方面，年初两市以熔断开局，一路下行至年内最低点 2638.30 点；伴随宏观经济预期好转以及各项数据指标转好，股票市场震荡上行。债券市场方面，因信用事件频发，风险不断积累，2016 年上半年债市以震荡调整为主。2016 年下半年，受各类增量资金加速入市的影响，债券市场在 6 月至 10 月间出现波段行情；但 10 月底以来，随着央行持续收紧流动性，市场对于去杠杆的预期不断加强，加之年底企业资金链紧张与再融资压力的同步发生，债市利率飙升。在此背景下，2016 年证券公司整体盈利水平较 2015 年大幅下降，其中经纪、自营的降幅尤为明显。2016 年下半年，股票市场 IPO 发行审批速度明显加快，加之证券公司资产管理规模的持续增长，从而带动证券公司投行业务和资管业务收入实现了较快增长。

2016 年以来，监管思路逐步向强监管、严监管转变，“一人三户”、《上市公司重大资产重组管理办法》、证券业资产管理“八条底线”等多项政策相继出台。在监管趋严的背景下，行业竞争格局进一步分化，部分证券公司开始加大业务结构调整力度，以适应新的监管导向。此外，在市场震荡调整的背景下，证券公司资本占用较大的自营业务及资本中介业务都有所收缩，资金压力及杠杆水平也

¹ 香港中央结算(代理人)有限公司是以代理人身份，代表截至 2016 年 12 月 31 日，在该公司开户登记的所有机构和个人投资者的 H 股股份合计数。

随之出现缓解和降低，流动性较为宽松。

综合来看，2016年，受市场周期性波动影响，证券公司经营业绩有所下滑，但在监管环境转变、证券公司主动谋求转型的背景下，行业整体收入结构有所优化。此外，随着自营业务及两融业务投入资金的逐步释放，证券公司流动性管理压力有所缓解。但也需关注到，2016年11月以来债市收益率开始大幅调整，加之信用风险事件的持续暴露，这使得固定收益自营业务占比较大的证券公司面临的市场风险和流动性风险管理压力明显上升。

近年来，随着证券行业同质化竞争日趋激烈，各证券公司逐渐在综合性和专业性上有所分化。华泰证券传统业务发展全面，具有较好的业务基础，创新业务起步较早、优势明显，综合实力在国内证券公司中稳居前列。公司坚持推进全业务链体系建设，对业务进行整合，构建了各项业务间的协作机制，在保持传统业务竞争优势的同时，积极拓展创新业务，在融资融券业务上发展迅速。

跟踪期内，华泰证券经纪及财富管理分部为营业收入及营业利润的主要来源。同时，公司资产管理及投资银行分部营收及利润逐年增长，整体盈利贡献较2015年大幅提升。受证券市场持续震荡影响，公司投资及交易业务营收及利润有所波动。公司海外业务仍处于发展阶段，联营企业投资收益增长稳定。总体来看，公司各项业务发展逐步趋于均衡，盈利结构有所优化。

图表 3. 华泰证券营业收入和营业利润分业务结构 (单位: 亿元, %)

营业收入	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理	78.77	65.30	179.85	68.48	101.98	60.28
投资银行	13.47	11.16	18.57	7.07	23.98	14.18
资产管理	12.98	10.76	21.66	8.25	27.94	16.52
投资及交易	18.01	14.93	36.45	13.88	17.08	10.09
海外业务及其他	-2.50	-2.08	7.64	2.91	-1.41	-0.84
分部间抵销	-0.10	-0.08	-1.54	-0.59	-0.40	-0.24
合计	120.62	100.00	262.62	100.00	169.17	100.00
营业利润	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经纪及财富管理	45.14	77.17	121.25	84.97	55.18	65.71
投资银行	4.19	7.17	6.42	4.50	9.12	10.86
资产管理	10.71	18.30	16.40	11.49	20.50	24.41
投资及交易	13.62	23.29	29.41	20.61	14.36	17.10
海外业务及其他	-15.08	-25.78	-29.26	-20.51	-15.18	-18.07
分部间抵销	-0.09	-0.15	-1.51	-1.06	-0.01	-0.01
合计	58.50	100.00	142.70	100.00	83.98	100.00

资料来源：华泰证券经审计的 2014-2016 年财务报告

从区域分布上看，2016 年江苏地区在华泰证券营业收入中占比仍然较高，是主要的利润来源地区。除江苏地区之外，公司广东、上海及北京地区盈利贡献增长较快，营业利润贡献分别较 2015 年增长 12.99%、15.35% 和 13.84%。

图表 4. 2016 年华泰证券营业收入和营业利润分地区结构 (单位: %)

营业收入		营业利润	
地区	占比	地区	占比
江苏地区	44.96	江苏地区	45.00
广东地区	20.50	广东地区	15.98
上海地区	14.04	上海地区	18.61
北京地区	10.64	北京地区	15.19
湖北地区	1.87	湖北地区	2.12
其他地区	6.68	其他地区	7.20
香港地区	1.31	香港地区	-4.11
合计	100.00	合计	100.00

资料来源：华泰证券

注 1：不包括期货公司营业部

注 2：江苏地区含总公司和子公司数据

证券经纪业务

证券经纪业务为华泰证券最主要的收入来源。公司经纪业务资质齐全，2016年新获深交所深港通下港股通业务交易资格。

跟踪期内，华泰证券坚持合规与创新发展，全面加强客户适当性管理，不断优化客户和业务结构，客户基础与资产规模持续扩大。同时，公司坚定发展互联网战略，加大内外部资源整合力度，持续打造以“涨乐财富通”为载体的互联网营销服务体系，并不断提高互联网渠道覆盖度和引流效应。截至2016年末，公司“涨乐财富通”累计下载量达2637.68万，日均活跃用户数235.16万，2016年移动终端客户开户数为185.89万，占公司全部开户数的91.18%，81.92%的交易客户通过移动终端进行交易。

在完善互联网平台的同时，华泰证券持续推动营业网点功能定位转型，建立并完善以客户为中心的分级分层服务体系。截至2016年末，公司共有29家分公司和242家营业部，分布于29个省、市和自治区，其中江苏、湖北、广东和上海等地营业部数量较为集中，分别设有93家、29家、23家和15家营业部。因营业部调整及优化，公司证券营业部迁址23家、撤销3家。

在期货经纪业务领域，华泰证券通过控股子公司华泰期货开展期货经纪业务，截至2016年末，共有5家分公司、32家期货营业部，遍及国内4个直辖市和14个省份。

图表 5. 华泰证券经纪业务规模情况

	2014年末	2015年末	2016年末
营业部(个)	240	245	242
机构客户家数	24083	26905	29279
零售客户家数	6539983	9215425	11091068

资料来源：华泰证券

受证券市场持续震荡影响，2016年华泰证券经纪业务盈利有所收窄，根据沪深交易所统计数据，公司2016年股票基金交易量为24.52万亿元，同比下降45.70%，部分代理买卖业务净收入亦呈现一定下滑，由2015年5159.71万元/家降至2819.88万元/家。但公司经纪业务仍保持市场领先地位，股基债交易额合计市场份额为8.26%并连续3年保持行业第1位。随着证券公司经纪业务竞争日益激烈和互联网金融的发展，公司主动下调佣金率以抢占市场份额，

经纪业务佣金率逐年下降，2016 年降至 0.028%。

图表 6. 华泰证券股票、基金和债券现货交易情况

	2014 年		2015 年		2016 年	
	份额	排名	份额	排名	份额	排名
股票	6.52	1	7.45	1	7.85	1
基金	29.45	1	25.91	1	20.33	1
债券现货	3.96	4	4.45	7	1.74	16
交易额合计	5.81	1	8.36	1	8.26	1
经纪业务佣金率 (%)	0.049		0.037		0.028	
部均代理买卖证券业务净收入 (万元/家)	2081.55		5159.71		2819.88	

资料来源：Wind

注 1：市场份额数据含华泰联合

注 2：经纪业务佣金率=代理买卖证券业务净收入/股票、基金交易额*100

资本中介业务

资本中介业务为华泰证券营业收入及营业利润的重要贡献点。公司资本中介业务主要包括融资融券业务、股票质押式回购业务及约定式购回业务。目前公司转融通授信额度为 100 亿元。

华泰证券融资融券业务发展迅速，跟踪期内，公司两融业务余额有所下降，得益于客户结构的优化，整体降幅小于行业均值，截至 2016 年末，公司融资融券业务累计开户数为 292837 户，融资融券业务余额降至 566.05 亿元，较 2015 年下降 16.06%；母公司业务市场份额为 5.87%，排名位居行业第 2，较 2015 年排名上升 3 位；整体维持担保比率为 337.76%。

图表 7. 华泰证券融资融券业务情况 (单位：亿元、户)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末
融资融券业务客户的累计开户数量	90418	192021	262642	292837
对全体客户融资余额	198.52	646.37	674.32	566.05
对全体客户累计融资买入额	2898.18	7396.63	26587.40	10399.89
对全体客户融券余额	2.62	10.58	0.68	0.00
对全体客户累计融券卖出额	946.13	1428.39	2096.30	7.31
股票质押式回购业务待回购余额	-	227.08	389.28	690.26
融资融券利息收入	12.24	24.67	68.88	42.83
约定购回利息收入	1.50	1.04	0.16	-
股票质押回购利息收入	0.31	3.93	10.37	13.90

资料来源：华泰证券、Wind

除融资融券业务以外，华泰证券股票质押式回购业务呈持续增

长态势。截至 2016 年末，公司股票质押式回购业务待回购余额为 690.26 亿元，规模位居行业第三，平均履约保障比例为 245.28%。2016 年，该项业务实现利息收入 13.90 亿元。此外，公司还开展行权融资与限制性股票融资业务，截至 2016 年末，两项业务余额分别为 0.25 亿元和 13.45 亿元。

近年来，华泰证券主要通过转融通、两融收益权转让、发行公司债及次级债等方式进行资金筹措以支持资本中介业务发展，公司融资融券等资本中介业务发展较快，但易受股票市场影响而呈现较大的波动性，给公司的融资能力和流动性管理带来一定考验。

投资银行业务

2016 年，证券市场新股发行速度由慢至快，再融资审批全年趋缓趋严，债券市场仍处于快速发展阶段，增量和存量规模持续扩大，华泰证券为适应新股发行节奏调整，主动调整并优化业务布局，提高再融资业务投入，并加强债券业务资源配置。2016 年，公司完成 IPO 主承销 6 家，承销金额共计 108.55 亿元，实现收入 3.45 亿元，承销业务平均佣金率有所下降，增发主承销金额较 2015 年增长 138.68%，在佣金率稳定的情况下，收入亦实现大幅提升，债券承销金额较 2015 年增长 169.78%，受市场竞争影响，该项业务佣金率下降较快，全年实现收入仅较 2016 年增加 0.43 亿元。随着注册制改革的推进和 IPO 发行速度逐步稳定，未来公司凭借其自身市场地位、专业能力和客户积累，IPO 主承销收入或将提升，而在 2017 年金融去杠杆以及加强监管的趋势下，公司再融资和债券承销业务或将持续承压。

图表 8. 华泰证券投资银行业务情况

	2014 年	2015 年	2016 年
保荐代表人	64	84	96
准保荐代表人	56	92	92
IPO 主承销家数	5	10	6
IPO 主承销家数排名	5	5	-
IPO 主承销金额 (亿元)	31.25	116.51	108.55
IPO 主承销金额排名	7	5	-
IPO 主承销收入 (亿元)	2.27	4.33	3.45
IPO 主承销业务平均佣金率 (%)	7.26	3.72	3.18
增发主承销家数	16	34	39
增发主承销家数排名	5	5	-
增发主承销金额 (亿元)	191.81	287.20	685.50
增发主承销金额排名	6	7	-
增发主承销收入 (亿元)	2.23	2.15	5.20
增发主承销平均佣金率 (%)	1.16	0.75	0.76
债券主承销家数	44	50	128
债券主承销家数排名	11	15	-
债券主承销金额 (亿元)	595.16	636.21	1716.35
债券主承销金额同业排名	11	11	-
债券主承销收入 (亿元)	2.65	5.47	5.90
债券主承销业务平均佣金率 (%)	0.45	0.86	0.34

资料来源：华泰证券，Wind

注：平均佣金率=主承销收入/主承销金额 × 100%

在供给侧结构性改革、国企改革及并购重组市场化改革持续推进背景下，华泰证券并购重组市场交易数量与净收入持续提升。2016年公司合计完成并购重组及财务顾问项目 191 单，实现净收入 6.38 亿元，分别较 2015 年增加 100 单和 0.91 亿元，公司主导完成的并购重组项目数在内地及香港连续三年位居行业首位，未来凭借公司良好的市场声誉以及改革的逐步深化，该项业务将为公司提供稳定的盈利保障。

场外业务方面，华泰证券调整业务结构，持续跟进挂牌企业融资需求，共完成推荐挂牌项目 29 家、获同意挂牌函项目 2 家、在审项目 1 家，完成 25 家挂牌企业的 29 次股权私募合计 24.28 亿元，并完成多家挂牌企业股权质押融资及债权融资业务。公司控股子公司江苏股权交易中心积极整合业务资源，持续加强金融产品创新，为挂牌企业提供全方位综合性金融服务，截至 2016 年末，累计发展会员单位 233 家、各类投资者共计 5903 户，分别较 2015 年增加 26

家和 2099 户；累计挂牌企业 1139 家，累计为挂牌企业股权融资 1.84 亿元，股权质押融资 0.78 亿元；私募债券、定向融资工具、金融资产收益权产品与资产管理计划分别累计发行 216.93 亿元、41.65 亿元、8.82 亿元与 132.79 亿元。

证券投资业务

跟踪期内，华泰证券投资及交易业务实现营业收入 17.08 亿元，营业利润 14.36 亿元，对总体营业收入和营业利润的贡献分别为 10.09% 和 17.10%，受市场持续震荡影响，营收及利润规模较 2015 年有所下降。

固定收益类投资方面，2016 年，债券市场前三季度延续牛市行情，在宏观经济疲软、监管去杠杆、债券违约、海外加息落地等因素作用下，四季度出现大幅调整，债券收益率曲线整体波动上行。华泰证券坚持去方向化交易策略，及时根据市场走势适时调整持仓结构，积极构建完善利率债和衍生品套利模式，持续丰富对冲策略，全年固定收益类投资实现正收益。权益类投资方面，2016 年，股票市场波幅较大，沪深两市主要指数整体表现为下跌。公司以“追求风险可控前提下的合理回报”为投资目标，强化长期价值投资的绝对收益理念，坚持业务多元化和去方向化发展，运用各类金融工具和交易技术对冲风险，挖掘安全边际较高的投资品种。

截至 2016 年末，华泰证券证券投资规模为 1268.49 亿元，较年初下降 25.10%，其中，基金投资占比下降较快，股票及债券投资占比较 2015 年有所增长。

图表 9. 华泰证券证券投资业务情况

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
证券自营业务规模 (亿元)	652.81	1693.62	1268.49
其中：股票 (%)	13.74	13.31	16.19
债券 (%)	53.44	33.30	40.43
基金 (%)	19.19	29.63	18.47
其他 (%)	13.63	18.24	24.91
净资产/证券投资规模 (%)	30.22	40.30	35.57

资料来源：华泰证券 2014-2016 年经审计的财务报告

注：截至 2016 年末，华泰证券共合并 29 个结构化主体，合并结构化主体的总资产为 847.33 亿元。公司在上述合并结构化主体中的权益体现在资产负债表中可供出售金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的总金额为人民币 68.08 亿元

资产管理业务

2016 年，华泰证券资产管理业务对公司营业收入和营业利润较 2015 年分别增加 6.28 亿元和 4.10 亿元，贡献率分别增加至 16.52% 和 24.41%。2016 年，公司资管子公司在严控风险基础上加大业务创新力度，深入引导与创造客户需求，以多样化的金融产品满足客户多元化的投融资需求，截至 2016 年末，资产管理业务受托资金规模 8833.20 亿元，较年初增长 43.77%，2016 年实现营业收入 27.94 亿元。此外，2016 年公司资管子公司成功获得公募基金管理业务资格，正积极筹备公募产品的申报及发行工作。

集合资产管理业务方面，在保持固定收益投资优势的基础上，华泰证券业务产品线趋于均衡，截至 2016 年末，公司集合资产管理业务合计管理产品 92 只，总规模达 1294.74 元，较年初增长 27.79%。定向资管业务方面，公司积极提升主动管理能力，在银证业务稳步发展的基础上，委外投资业务发展迅速，规模良性扩张，截至 2016 年末，定向资管业务规模达 7187.05 亿元，较年初增长 43.81%。在专项资管业务方面，公司在消费金融、票据、租赁、保障房、类信贷金融资产、绿色产业资产等领域形成业务优势，截至 2016 年末，合计管理专项资管计划 34 只，合计管理规模 351.41 亿元。

图表 10. 华泰证券资产管理业务情况

	2014 年	2015 年	2016 年
集合资产管理业务受托规模 (亿元)	572.19	1013.21	1294.74
集合资产管理业务净收入 (亿元)	5.85	9.44	12.56
集合资产管理业务平均费率 (%)	1.02	0.93	0.97
定向资产管理业务受托规模 (亿元)	2883.78	4997.44	7187.05
定向资产管理业务净收入 (亿元)	1.49	2.41	2.89
定向资产管理业务平均费率 (%)	0.05	0.05	0.04
专项资产管理业务受托规模 (亿元)	32.30	133.21	351.41
专项资产管理业务净收入 (亿元)	0.00	0.13	0.47
专项资产管理业务平均费率 (%)	0.01	0.10	0.13

资料来源：华泰证券

注：平均费率=净收入/受托规模

图表 11. 华泰证券资产管理客户情况 (单位：户)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
集合资产管理业务	427144	816710	1140129
个人客户	426047	810646	1129245
机构客户	1097	6064	10884
定向资产管理业务	123	237	285
个人客户	30	83	103
机构客户	93	154	182

资料来源：华泰证券

除证券公司资产管理业务外，华泰证券还开展私募股权投资基金管理业务、通过南方基金和华泰柏瑞开展基金公司资产管理业务及通过华泰期货开展期货公司资产管理业务。截至 2016 年末，公司合计设立私募股权投资基金 17 只，合计实缴规模人民币 310.07 亿元；南方基金管理资产规模合计人民币 6452.17 亿元，较 2015 年底增加 26.47%，华泰柏瑞管理资产规模合计人民币 1071.97 亿元，较 2015 年底减少 19.19%；华泰期货存续期内资产管理计划合计 90 只，资产管理总规模人民币 138.53 亿元。

华泰证券资产管理业务规模位居证券行业前列，资产管理业务营业收入和营业利润逐年提升。随着资产管理行业跨越式发展，行业管理规模大幅增长，但受银行受托资产管理业务的逐步放开，以及互联网金融推动利率市场化发展影响，证券公司的资产管理业务将面临更加激烈的市场竞争环境，未来公司应继续加强主动资产管理能力，在产品设计和业务创新上发挥证券公司资产管理业务的比较优势。

(三) 风险管理

华泰证券建立了适应自身业务特点和符合监管要求的风险管理政策、体系和实施举措。2016年，我国股票市场持续波动，债券市场四季度亦出现大幅调整，证券业自营业务市场风险有所加大。随着市场股基交易量下降，公司融资融券余额亦有所下降，虽股票质押式回购余额上升，但整体市场估值处于合理位置，因此资本中介业务带来的信用风险和流动性管理压力有所缓释。但在宏观经济疲软、监管去杠杆、债券违约等因素作用下，公司风险管理能力未来仍将承压，公司仍需持续健全风险管理架构体系，在风险量化、系统监控、压力测试流程和方法等方面不断改进和完善。

市场与信用风险

在市场风险管理方面，华泰证券采取了多项措施以防范市场风险。权益类证券投资方面，公司个股投资坚持价值导向、分散投资的投资理念，量化业务、衍生品业务坚持“对冲控制风险”的风控理念，严格控制业务敞口，降低组合市场敏感性；固定收益类证券投资方面，公司利用各类利率衍生品控制组合的利率敏感性，将债券组合的久期控制在较低水平，减少组合的市值波动。

华泰证券自营业务风控指标均处在监管标准之内。2016年，公司加大对子公司投资，同时为华泰资管提供50亿元的净资本担保，公司净资本耗用较快。受此影响，在整体权益类投资规模未有明显上升的情况下，2016年末公司自营权益类证券及其衍生品占净资本的比重升至55.38%，但仍远低于预警指标；因非权益类证券及其衍生品投资规模较2015年下降45.69%，自营非权益类证券及其衍生品占净资本的比重降至65.95%。

图表 12. 华泰证券自营业务风控指标（单位：%）

	2015年末	2016年末	预警标准	监管标准
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	80.33	65.95	≤400	≤500
自营权益类证券及其衍生品/净资本	36.63	55.38	≤80	≤100

资料来源：华泰证券

注：本表数据为母公司口径数据

权益类证券及其衍生品投资方面，2016年末，华泰证券权益类持仓规模为248.10亿元，较年初基本持平。在以“追求风险可控前提下的合理回报”为投资目标的前提下，公司整体投资品种由成分

股向一般上市股票转移，截至 2016 年末，公司两类股票投资规模分别为 70.28 亿元和 174.60 亿元。

非权益类证券及其衍生品投资方面，2016 年末，华泰证券非权益类证券及其衍生品投资总规模为 297.71 亿元，较年初减少 45.69%。在投资规模有所减少的情况下，公司加大了对国债、中央银行票据、国开债投入规模，公司债券持有规模较年初基本持平，其中持有债券的债权项等级大部分为 AA 级及以上，2016 年末投资组合修正久期为 1.74 年，较 2015 年末有所下降，其他类投资主要为货币基金，集合及信托产品投资规模显著下降，较 2015 年减少 128.77 亿元。

在融资融券和股票质押式回购等业务方面，华泰证券完善了风险控制工具的应用体系，建立风控措施的逆周期管理机制；加强业务风险监控体系，建立实施监控分析与压力测试系统，强化当前风险与潜在风险的及时发现与处理。截至 2016 年末，公司融资融券业务融出资金余额为 566.05 亿元，整体维持担保比例为 337.76%，公司股票质押式回购业务余额为 690.26 亿元，平均履约保障比例为 245.28%，两者合计占净资本的 278.42%。

流动性风险

近年来，华泰证券资产结构逐步向资本中介业务融出资金倾斜，流动性消耗较多。2016 年，随市场股基交易额下降，公司两融规模有所下降，在监管层维护市场稳定，推动市场健康发展的前提下，公司股票质押式回购业务发展较快。2016 年末，公司融出资金余额降至 566.05 亿元，较年初下降 16.06%，股票质押式回购业务占比升至 12.24%，资本中介业务相关资金占公司总资产*的比重升至 30.58%。2016 年末公司证券投资规模 1268.49 亿元，其中债券合计 512.79 亿元，流通受限资产 226.27 亿元，受限资产占比处于合理范围。

图表 13. 华泰证券各类资产占总资产*的比重情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
货币资金*	18.20	11.57	14.65
证券投资业务	33.00	53.39	41.09
买入返售金融资产	10.47	8.08	15.01
其中: 股票质押式回购	7.34	7.37	12.24
信用交易融出资金	32.68	21.26	18.34
小计	94.35	94.30	89.08
总资产*	100.00	100.00	100.00

资料来源: 华泰证券

负债端来看, 华泰证券的债务融资手段较为丰富, 融资渠道较为畅通。2016 年, 公司的融资手段主要包括卖出回购金融资产、发行债券、收益凭证、拆入资金及收益权转让等。近年来, 通过发行长期限的证券公司债和次级债以均衡债务期限结构, 公司短期债务占有息债务的比重维持在较为合理的范围。截至 2016 年末, 公司短期债务及有息债务规模分别为 1253.59 亿元和 2003.43 亿元, 分别较年初下降 15.06% 和 8.09%。

鉴于融资融券等资本中介业务的波动将持续挑战华泰证券的资本补充和外部融资能力, 并对其流动性管理构成压力, 公司仍需加强流动性风险管理能力, 以应对突发性流动性风险事件。

图表 14. 华泰证券债务构成及债务覆盖情况 (单位: 亿元, %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
卖出回购金融资产款	496.68	331.92	194.63
短期债务	1265.99	1475.83	1253.59
有息债务	1473.52	2179.80	2003.43
短期债务/有息债务	85.92	67.70	62.57
货币资金*/短期债务	28.44	24.87	36.08

资料来源: 华泰证券

注 1: 短期债务=短期借款+衍生金融负债+交易性金融负债+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资券+其他负债中应计入部分

注 2: 有息债务=短期借款+交易性金融负债+卖出回购金融资产+拆入资金+应付短期融资券+应付债券+长期借款+其他负债中应计入部分

华泰证券通过资产负债管理、现金流缺口持续预测、建立流动资产储备、定期或不定期进行压力测试及组织流动性风险应急演练, 不断提升公司的流动性风险管理能力。截至 2016 年末, 公司流动性覆盖率和净稳定资金率均大幅高于预警标准, 流动性风险压力较小。

图表 15. 华泰证券母公司口径流动性监管指标（单位：%）

	2015年末	2016年末	预警标准	监管标准
流动性覆盖率	299.81	246.05	≥120	≥100
净稳定资金率	127.97	139.68	≥120	≥100

资料来源：华泰证券

（四）盈利能力

华泰证券经营风格相对稳健，其营业收入与净利润近年来均保持在行业前列。2016年，受市场持续震荡及股基交易量下滑影响，公司经纪及财富管理业务、投资及交易业务营收及利润降幅较大，投资银行及资产管理业务的收入及利润均较2015年有所提升。截至2016年末，公司实现营业收入169.17亿元，净利润65.19亿元，分别较上年下降35.58%和39.62%。公司以全业务链综合型证券公司为发展定位，且业务体量较大，2016年公司非通道业务收入有所提高，收入结构和业务结构趋于优化，因此营业收入及净利润降幅小于证券行业整体波动幅度。

图表 16. 华泰证券收入与利润情况

	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入（亿元）	71.67	120.62	262.62	169.17
同比变动（%）	21.81	68.31	117.72	-35.58
证券行业营业收入变动（%）	22.99	63.45	120.97	-42.97
净利润（亿元）	22.69	45.4	107.98	65.19
同比变动（%）	36.59	100.1	137.85	-39.62
证券行业净利润变动（%）	33.68	119.34	153.50	-49.57
营业收入行业排名	6	5	9	-
净利润行业排名	5	5	9	-

资料来源：华泰证券、中国证券业协会

注：本表数据包含华泰联合。

受经纪及财富管理业务营业利润率下滑影响，2016年华泰证券营业利润率降至49.64%。得益于业务结构调整和坚持去方向化的交易策略，公司投资银行与投资及交易业务营业利润率较2015年继续上升。随着监管趋严趋紧和债券及股票市场的持续调整，公司投资银行与投资及交易业务盈利波动仍需关注。公司资产管理业务虽受托管理资产规模不断增长，但营业利润率持续下滑，主要由于市场竞争激烈，费率下滑所致。

图表 17. 华泰证券营业利润率 (单位: %)

	2014 年	2015 年	2016 年
营业利润率	48.49	54.34	49.64
其中: 经纪及财富管理	57.31	67.42	54.12
投资银行	31.15	34.57	38.03
资产管理	82.48	75.72	73.36
投资及交易	75.64	80.69	84.07

资料来源: 华泰证券

华泰证券对南方基金和华泰柏瑞基金的长期股权投资, 历年均实现了较为稳定的投资收益。2014-2016 年, 公司对两家基金公司的投资收益分别占营业收入的 2.39%、1.63% 和 2.68%。

图表 18. 华泰证券按权益法核算的长期股权投资收益情况

	2014 年	2015 年	2016 年
南方基金长期股权投资收益 (亿元)	2.63	3.48	3.56
华泰柏瑞基金长期股权投资收益 (亿元)	0.26	0.81	0.98
上述投资占营业收入的比重 (%)	2.39	1.63	2.68

资料来源: 华泰证券

员工成本方面, 华泰证券实行市场化的激励制度, 以效益考核作为薪酬提升的前提, 员工成本弹性较大, 增长幅度与营业收入的增幅基本持平。除员工成本外, 因投资银行及资产管理业务资源配置的增加, 2016 年业务及管理费用占营业收入的比重升至 47.36%。

图表 19. 华泰证券成本费用变化 (单位: %)

	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入变动 (%)	68.31	117.72	-35.58
业务及管理费用变动 (%)	38.49	91.40	-20.84
员工工资变动	65.03	110.09	-30.62
业务及管理费/营业收入	43.84	38.54	47.36
员工工资/业务及管理费	73.28	80.43	70.49

资料来源: 华泰证券 2014-2016 年经审计的财务报表

综合而言, 华泰证券盈利能力在行业内居前列, 综合竞争力较强。2014-2016 年, 公司平均资产回报率分别为 3.32%、4.10% 和 2.08%。近年来公司在保持传统业务稳健发展的基础上, 积极布局和推进其他业务, 盈利结构及盈利能力较往年有较大程度改善。基于各项业务的发展, 加之依托后台、财务、信息技术和风控集中的实现, 成本费用进一步降低, 2014-2016 年, 公司平均资本回报率分别

为 11.53%、17.49% 和 7.80%。

(五) 资本与杠杆

2015 年 6 月，华泰证券成功发行境外上市外资股（H 股）并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市，公司资本实力得到明显增强。公司资本市场融资渠道的建立，有效改善了公司的资本补充机制，为其业务竞争力的提升奠定了较好的基础。2016 年，公司加大了对子公司的资本投入，净资本有所下降。截至 2016 年末，华泰证券母公司口径净资产 759.42 亿元，净资本 451.22 亿元，分别较 2015 年末上升 2.02% 和下降 13.83%。

图表 20. 华泰证券资本实力 (单位: 亿元)

	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末
净资产	299.74	306.72	320.52	370.86	744.45	759.42
行业排名	4	3	4	5	4	-
净资本	206.36	203.62	192.05	197.28	682.51	451.22
行业排名	3	4	4	6	9	-

资料来源：华泰证券，中国证券业协会，Wind

注 1：本表数据为母公司口径数据

注 2：2012 年证监会调整了净资本监管报表的多项核算方法

华泰证券合并口径股东权益中，资本公积和未分配利润所占比重较大，2016 年末，资本公积占比 53.51%，较年初减少 2.71 个百分点，主要是股本溢价；未分配利润占比为 18.91%。2014-2016 年公司分别分配现金红利 28.00 亿元、35.81 亿元和 35.81 亿元，所分配利润占当年归属于母公司所有者净利润的比重分别为 62.41%、33.48% 和 57.11%。

图表 21. 华泰证券股东权益构成情况 (单位: %)

	2014 年末	2015 年末	2016 年末
股本	13.35	8.79	8.36
资本公积	41.06	56.22	53.51
其他综合收益	4.42	4.00	4.84
盈余公积	4.04	3.20	3.59
一般风险准备	10.99	8.19	9.27
未分配利润	24.60	18.68	18.91
少数股东权益	1.54	0.91	1.52
股东权益合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：华泰证券

随着我国证券市场进入调整阶段，华泰证券融资融券业务余额自峰值逐步下降，短期债务陆续到期，资产负债率逐年下降，至 2016 年末为 72.25%，较接近于行业平均水平。公司净资本和净资产对债务的覆盖度有所分化，因公司净资本耗用较快，净资本对债务的覆盖度降至 38.09%，而净资产对债务的覆盖度因整体负债规模有所下降而出现回升，2016 年末净资产对债务的覆盖度为 64.10%。2016 年，因公司分类评价被降至 B 类 BBB 级，整体风险资本准备计提较 2015 年大幅上升，加之净资本耗用速度的加快，净资本/各项风险资本准备之和降幅较大，但仍大幅高于预警标准。

图表 22. 华泰证券资本与杠杆情况（单位：%）

	2014 年末	2015 年末	2016 年末	预警标准	监管标准
资产负债率	78.80	74.85	72.25	-	-
净资本	197.28	682.51	451.22	-	-
净资本/净资产	53.20	91.68	59.42	≥48%	≥40%
净资本/负债	19.67	51.71	38.09	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	36.98	56.41	64.10	≥24%	≥20%
净资本/各项风险资本准备之和	463.56	392.86	206.71	≥120%	≥100%

资料来源：华泰证券

注：本表中净资本及风险控制指标为母公司数据

综上所述，当前我国经济正处在结构调整和增速换挡的阶段，经济下行压力仍然较大，证券业运营风险较高。国内证券公司同质化竞争较严重，其他金融机构也在部分业务领域对证券公司构成竞争，同时，互联网金融发展对证券公司业务构成冲击，华泰证券将持续面临激烈的市场竞争压力。跟踪期内，公司持续推进全业务链体系建设，对业务进行整合，构建了各项业务间的协作机制，在保持传统业务竞争优势的同时，积极拓展创新业务，公司整体市场地位进一步稳固，利润规模较 2015 年有所下降但好于行业平均水平。公司债务规模及杠杆经营程度有所下降，但融资融券等资本中介业务的波动将持续挑战华泰证券的资本补充和外部融资能力，并对其流动性管理构成压力，公司仍需加强流动性风险管理能力，以应对突发性流动性风险事件。同时，随着公司创新业务品种的不断丰富与创新业务规模的逐步扩大，将持续考验公司的风险管理能力。

同时，我们仍将持续关注（1）国内外经济形势变化及其对证券行业的影响；（2）金融市场监管环境与政策导向变化，对证券行业竞争格局与业务模式构成的影响；（3）华泰证券杠杆经营程度及资

本中介业务对公司流动性管理能力提出的挑战；（4）华泰证券创新业务发展所带来的风险管理压力。

附录一：

主要数据与指标表

主要财务数据与指标	2014 年	2015 年	2016 年	-
总资产（亿元）	2722.26	4526.15	4014.50	-
总资产*（亿元）	1978.05	3172.06	3087.21	-
股东权益（亿元）	419.44	815.29	856.60	-
归属于母公司所有者权益（亿元）	412.99	807.85	843.57	-
营业收入（亿元）	120.62	262.62	169.17	-
营业利润（亿元）	58.50	142.70	83.98	-
净利润（亿元）	45.40	107.98	65.19	-
资产负债率（%）	78.80	74.30	72.25	-
权益负债率（%）	371.59	289.07	260.40	-
净资本/总负债*（%）	12.66	28.96	20.23	-
净资本/有息债务（%）	13.39	31.11	22.61	-
货币资金*/总负债*	23.10	15.57	20.28	-
员工费用率（%）	32.13	31.00	33.39	-
手续费及佣金净收入/营业收入（%）	53.70	55.31	52.30	-
受托客户资产管理与基金管理业务 净收入/营业收入（%）	1.63	0.53	6.15	-
营业利润率（%）	48.49	54.34	49.64	-
平均资产回报率（%）	3.21	4.19	2.08	-
平均资本回报率（%）	11.53	17.49	7.80	-
监管口径数据与指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	监管标准值
净资本（亿元）	197.28	682.51	451.22	≥2 亿元
净资本/各项风险资本准备之和（%）	463.56	392.86	206.71	≥100%
净资本/净资产（%）	53.20	91.68	59.42	≥40%
净资本/负债（%）	19.67	51.71	38.09	≥8%
净资产/负债（%）	36.98	56.41	64.10	≥20%
自营权益类证券及其衍生品（包括股 指期货）/净资本（%）	-	36.63	55.38	≤100%
自营非权益类证券及其衍生品/净资 本（%）	-	80.33	65.95	≤500%

注1：根据华泰证券2014-2016年经审计的财务报表、2014-2016年末母公司净资本计算表、风险资本准备计算表及风险指标监管报表等整理、计算，其中资产负债表数据及指标取自各期末数；

注2：2014年平均资产回报率及平均资本回报率的期初值取自华泰证券2014年经审计的财务报表追溯数。

附录二：

华泰证券调整后资产负债简表

财务数据	2014年末	2015年末	2016年末
总资产*（亿元）	1978.05	3172.06	3087.21
其中：货币资金*（亿元）	360.02	367.07	452.30
结算备付金*（亿元）	5.44	25.52	12.29
交易性金融资产（亿元）	560	1312.38	831.07
买入返售金融资产（亿元）	207.1	256.35	463.31
可供出售金融资产（亿元）	92.76	381.19	437.37
长期股权投资（亿元）	18.74	26.74	33.77
持有至到期投资（亿元）	0.05	0.05	0.05
其他资产（亿元）	3.06	6.14	9.16
总负债*（亿元）	1558.6	2356.77	2230.61
其中：短期借款	0	6.88	4.60
应付短期融资券	247.87	10.53	16.21
拆入资金（亿元）	15	30	66.50
卖出回购金融资产款（亿元）	496.68	331.92	194.63
应付债券（亿元）	213.45	723.72	758.48
其他负债（亿元）	521.04	884.98	702.77
股东权益（亿元）	419.44	815.29	856.60
股本（亿元）	56	71.63	71.63
少数股东权益（亿元）	6.46	7.44	13.03
负债和股东权益（亿元）	1978.05	3172.06	3087.21

注：根据华泰证券经审计的2014-2016年财务报表整理、计算。其中，货币资金*和结算备付金*已分别剔除客户资金存款和客户备付金，总资产*和总负债*为剔除代理买卖证券款、代理承销证券款和期货公司客户保证金后的净额。

附录三：

各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末信用交易代理买卖证券款-期末代理承销证券款-期末期货公司客户保证金-应付款项中应计入部分
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款-期末信用交易代理买卖证券款-应付款项中应计入部分
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
结算备付金*	期末结算备付金-期末客户备付金
有息债务	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+期末长期借款+期末长期应付款中应计入部分+期末其他负债中应计入部分
短期债务	期末短期借款+期末衍生金融负债+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产+期末拆入资金+期末应付短期融资券+期末其他负债中应计入部分
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
权益负债率	期末总负债*/期末所有者权益×100%
净资本/总负债*	报告期净资本/期末总负债*×100%
货币资金/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
员工费用率	报告期职工费用/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(期初总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(期初净资产+期末净资产)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据

附录四：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 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。
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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